BIBLIOTECA DEL LAVORO E DEGLI AFFARI

RICCARDO DALLA VOLTA

LA CRISI DEI CAMBI

FIRENZE
G. BARBÈRA, EDITORE
MCMXXV

BIBLIOTECA
UNIVERSITÀ DI TORINO
FACOLTÀ DI ECONOMIA
FP
31

Ó'
Ffrato
9. VI. '25

LA CRISI DEI CAMBI.

RICCARDO DALLA VOLTA

LA CRISI DEI CAMBI

IL CAMBIO E L'AGGIO. – LA CRISI DEI CAMBI.
CARATTERI, CAUSE ED EFFETTI DELLA CRISI.
LA STABILIZZAZIONE DEI CAMBI
E LA RIVALUTAZIONE DELLE MONETE.

FIRENZE,
G. BARBÈRA, EDITORE.

1925.

1883

FIRENZE, 659-1924-25. — Tipografia Barbèra
Alfani e Venturi proprietari.

Proprietà letteraria.

Al Cav. Rag. ENRICO FINZI

FRATERNAMENTE

PREFAZIONE.

Il cambio — termometro infallibile che misura il grado di febbre politica ed economica, com'ebbe a chiamarlo l'on. Luigi Luzzatti nel 1908, nella sua Nota, *presentata all'Istituto di Francia, per un'alleanza internazionale dei cambi* [1] *— è il fenomeno economico oggidì più discusso in Italia e fuori. Il pubblico ne segue le vicende, spesso meravigliato e confuso di vedere quel termometro salire o scendere, senza che vi siano ragioni apparenti o sufficienti che spieghino le sue variazioni.*

Senza alcuna pretesa di dare in queste pagine spiegazioni nuove o migliori di quelle già date da tanti altri scrittori, ho riunito, dopo una prima parte nella quale sono riassunte le nozioni fondamentali intorno al cambio e all'aggio, le notizie più interessanti intorno alla crisi dei cambi e alle recenti riforme monetarie compiute in quei paesi (Germania, Austria, Polonia, Russia) nei quali la inflazione aveva annientato il valore della carta-moneta. Per quanto si tratti

---

[1] Vedi *La paix monétaire à la Conférence de Gênes par* LUIGI LUZZATTI, sénateur, ministre d'État (Roma, 1922).

di riforme recentissime, sulle quali sarebbe prematuro dare un giudizio definitivo, a nessuno può sfuggire la loro importanza, e la utilità di averne una cognizione, sia pure generale.

Nella terza parte sono esposti i caratteri, le cause e gli effetti della crisi dei cambi, nell'intento di richiamare l'attenzione dei lettori sulle circostanze molteplici che hanno determinato la crisi e sulle dolorose e dannose conseguenze che da quella sono derivate.

Da ultimo, mi è parso opportuno accennare alle idee e alle proposte, che in questi ultimi anni sono state presentate e propugnate da economisti stranieri giustamente reputati, dai quali è lecito dissentire in materia così controversa com'è quella monetaria, ma ai quali non si può non tributare la maggiore stima per le opere suggestive e originali di cui hanno arricchito la letteratura economica.

La crisi dei cambi è indubbiamente un tormento e un danno dai quali i popoli maggiormente colpiti devono cercare di liberarsi. Ma occorre ch'essi pro-

cedano con grande prudenza e cautela, per non andare incontro a mali peggiori. La risoluzione della crisi sarà il naturale effetto di quell'opera di risanamento e di ricostruzione economica e finanziaria che urge proseguire e accelerare, intensificandola, per restituire al mondo civile le condizioni tutte della sua prosperità e del suo progresso.

RICCARDO DALLA VOLTA.

Firenze, gennaio 1925.

Parte Prima.

IL CAMBIO E L'AGGIO.

§ 1. — Le relazioni economiche e finanziarie tra gli Stati.

Due fatti fondamentali caratterizzano la vita economica e finanziaria degli Stati contemporanei: la interdipendenza commerciale e la penetrazione reciproca dei capitali e delle imprese dei vari paesi. La complessità crescente dei bisogni, la scoperta di nuove ricchezze, i progressi dei mezzi di trasporto hanno, nel campo commerciale, estesa la funzione della divisione del lavoro, e sostituito al mercato locale quello nazionale, che alla sua volta si è trasformato in mercato internazionale. Ogni paese deve chiedere agli altri paesi una parte importante delle materie prime, delle derrate e dei prodotti vari che sono indispensabili alla vita materiale. Non vi sono paesi chiusi all'entrata e alla uscita delle merci, come non vi sono Stati esclusivamente esportatori. Spesso anzi si notano nel commercio estero d'uno stesso paese

due correnti opposte, l'una d'esportazione, l'altra d'importazione per categorie differenti d'uno stesso prodotto.

E precisamente a questa interdipendenza commerciale corrisponde, nel campo finanziario, la penetrazione reciproca dei capitali e delle imprese dei vari paesi. La Francia, ad esempio, riversava all'estero quella parte dei suoi risparmi annuali che non venivano impiegati in casa, ed essi erano investiti in imprese, spesso create e dirette da francesi, stimolando così le forze produttive dei paesi più lontani. In pari tempo, la Francia riceveva dall'estero un certo contributo di capitali e di attività, che non era possibile determinare con precisione in confronto ai 40 miliardi di franchi che approssimativamente rappresentavano prima della guerra gl'investimenti di capitali francesi all'estero.

Questa penetrazione reciproca è la conseguenza di varie condizioni o cause agenti con maggiore o minore efficacia nei singoli paesi: le attitudini e il temperamento della popolazione che la spingono di preferenza verso certe forme di attività lasciando così, in altre sfere, campo libero a nazioni diversamente specializzate; il carattere internazionale proprio di certi rami di commercio, la cui azione si estende necessariamente per tutta la superficie del globo; l'abbondanza di un prodotto cui non corrisponde una pari abbondanza

del prodotto complementare (ad esempio ferro, carbone) necessario per la utilizzazione del primo; il regime doganale che talvolta induce l'industria d'un paese a stabilirsi sul territorio d'un altro paese per neutralizzarvi gli effetti dei dazi d'entrata.

Ancora, una forma di attività economica che si rannoda strettamente a tutte le altre presenta nella sua stessa essenza un carattere internazionale, ed è *il commercio di banca*. Il movimento degli scambi commerciali tra i popoli, la circolazione ogni giorno più intensa dei viaggiatori attraverso il mondo, la penetrazione reciproca dei capitali da paese a paese determinano incessanti spostamenti di denaro, che possono compiere soltanto organismi aventi ramificazioni su tutti i punti del globo. Così, in ogni tempo le operazioni di banca sono state compiute da uomini che la comunanza d'origine o la parentela mantenevano in permanente contatto. Esse furono, per secoli, il privilegio dei Lombardi che, in molti paesi, e fino in Russia, hanno dato il loro nome al prestito su pegno, e ai quali si sostituirono in seguito altre nazionalità, come gli Olandesi e gli Svizzeri. Le grandi società di credito del tempo nostro sono state spinte dallo sviluppo e dalla diversità crescente delle loro operazioni a estendere in molti paesi una rete sempre più fitta di succursali o filiali e in genere di stabilimenti che dipendono

da loro per i capitali e la direzione. Queste banche operano il movimento internazionale dei capitali per infinite ragioni: acquisti e vendite di titoli, spese di viaggiatori, investimenti nelle imprese industriali, sottoscrizioni ai prestiti pubblici, sconto di lettere di cambio, ecc. È impossibile di fare una enumerazione completa delle cause che possono dar luogo a crediti e a debiti fra due paesi.

Ma oggidì, più che in passato, gl'impegni internazionali hanno per origine anche cause non strettamente commerciali: se le importazioni e le esportazioni di merci propriamente dette formano un elemento importante dei conti di dare ed avere internazionali, esse non sono sole, bensì si trovano il più spesso insieme ad altre partite, come gl'interessi sui titoli di rendita pubblica, sia a credito se il paese possiede fondi di Stato esteri, sia a debito se invece ha collocato all'estero una parte del suo debito pubblico, i profitti dei capitali, i noli marittimi, i compensi per provvigioni, ecc., partite anche coteste che possono figurare a debito o a credito del paese che si considera, ed anche contemporaneamente, in certi casi, tanto a debito che a credito.

§ 2. — Gli elementi della bilancia economica.

Prima dello scoppio della guerra può dirsi che le principali partite all'attivo e al passivo si riassumessero nelle seguenti. [1]

Passivo.	Attivo.
1° Valore delle *importazioni* dall' estero secondo le statistiche doganali.	— Valore delle *esportazioni* all'estero secondo le statistiche doganali.
2° Sbilancio dei conti con le amministrazioni postali-telegrafiche estere, se a debito del paese.	— Sbilancio dei conti con le amministrazioni postali-telegrafiche estere, se a credito del paese.
3° Noli incassati dalla bandiera estera per trasporto di merci nazionali esportate franche al luoga di destinazione.	— Noli incassati dalla bandiera nazionale (al netto) in generale, compresi, cioè, quelli relativi a importazioni e a esportazioni nel e dal paese.
4° Spese di turisti indigeni viaggianti all'estero.	— Spese di turisti forestieri viaggianti nel territorio nazionale.
5° Somme recate con loro da cittadini nell' emigrare all' estero.	— Somme spedite in patria da cittadini emigrati all'estero o da essi portate al loro ritorno (esclusi i vaglia postali e telegrafici).

[1] *Giornale degli Economisti*, settembre 1919, pag. 155.

Passivo.	Attivo.
6° Interessi e rimborsi di titoli nazionali (di Stato e privati) collocati all'estero.	— Interessi e rimborsi di titoli esteri (di Stato e privati) esistenti nel paese.
7° Reddito di capitali stranieri altrimenti impiegati nel paese, non reinvestito all' interno di questo.	— Reddito di capitali nazionali, altrimenti impiegati all'estero, non reinvestiti in paesi stranieri.
8° Premi pagati dal mercato nazionale a società estere di assicurazioni.	— Premi pagati da mercati stranieri a società nazionali di assicurazioni.
9° Indennità pagate all'estero da società nazionali di assicurazione.	— Indennità pagate nel paese da società straniere di assicurazione.

In tempi normali, quindi, avverte lo scrittore del *Giornale degli Economisti*, a modificare il saldo della bilancia puramente commerciale intervengono, in un senso e nell'altro, principalmente partite che, contabilmente, possono confrontarsi a quelle di un qualsiasi « conto profitti e perdite »; ma non mancano altre con carattere di « movimenti di capitali » vale a dire:

10° Rimpatrio di capitali d' impiego esteri già collocati nel paese.	— Rimpatrio di capitali d' impiego nazionali già collocati all'estero.
11° Nuove emigrazioni di capitale nazionale per investimento, stabile o temporaneo, all'estero.	— Nuove immigrazioni di capitale dall'estero per investimento, stabile o temporaneo, nel paese.

12° Rimpatrio di titoli nazionali (di Stato e privati) già collocati all'estero.	— Rimpatrio di titoli stranieri (di Stato e privati) già collocati nel paese.

§ 3. — Il corso del cambio e i suoi limiti.

È facile comprendere che la guerra ha portato delle modificazioni alla bilancia dei pagamenti con l'estero, sia nella fase iniziale, sia successivamente coll'estendersi e intensificarsi del conflitto. Qui basta rilevare il fatto che questi debiti e crediti devono essere pagati e riscossi e che tale duplice operazione può effettuarsi o mediante la moneta o per mezzo di surrogati della moneta. Nel primo caso non si ha che il passaggio materiale, da un paese all'altro, della valuta occorrente per estinguere il debito o il credito; nel secondo caso, invece, si effettua necessariamente la negoziazione di titoli di credito pagabili all'estero rispetto ai quali, appunto, può parlarsi del corso del cambio.

L'invio della moneta da un luogo a un altro provoca disturbi, rischi e spese, che sono evitati, in gran parte, dal ricorso ad alcuni titoli di credito (chèques, lettere di cambio, biglietti di banca, ecc.) adoprati quali mezzi di pagamento in sostituzione della moneta metallica. Ciascuno comprende che il poter fare un pagamento su una piazza all'estero, richiesto, dall'una o l'altra delle

cause sopraindicate, mediante un semplice ordine telegrafico inviato da una banca a un suo corrispondente di quella piazza estera, facilita grandemente le operazioni commerciali. Ma anche senza ricorrere all'ordine telegrafico, l'acquisto di una cambiale pagabile sulla piazza in cui dev'essere saldato un debito, allo scopo appunto di trasferire al proprio creditore la somma dovutagli, è tale operazione che deve dar luogo alla determinazione di un prezzo, e questo prezzo assume la denominazione di *corso del cambio*. La lettera di cambio, lo chèque, od altro titolo che possa servire come mezzo di pagamento all'estero, sarà offerto e domandato in una data misura, analogamente a qualsiasi altro titolo di credito, a qualsiasi merce o derrata. Soltanto, vi è nel caso della cambiale, chèque, ecc., una circostanza che ha una importanza grande, ed è questa: la possibilità (s'intende *in condizioni normali* di circolazione metallica e bancaria) di valersi della moneta del proprio paese per l'acquisto della moneta estera, rinunciando a comperare la cambiale pagabile all'estero. Infatti, se ho la possibilità di scegliere tra l'acquisto della cambiale per spedirla al mio creditore, e l'invio del denaro a quest'ultimo, darò la preferenza al mezzo per me meno oneroso. E poichè il costo dell'invio del denaro è determinabile *a priori*, bastando aggiungere alla somma da spedire la spesa di posta e di assicurazione, ne deriva che il corso del cambio

deve restare entro certi limiti. Questi limiti normali si chiamano i *punti metallici.*

Per chiarire meglio la cosa diamo un esempio. Supponiamo di dover pagare un debito a Parigi di 100 franchi in moneta metallica. Poichè 100 lire italiane in oro sono eguali a 100 franchi francesi in oro, possiamo spedire in valuta nostra o, permutandola, in quella francese, la somma dovuta, assoggettandoci alla spesa relativa, che calcoliamo, per ipotesi, in una lira. Ma indubbiamente alla stessa misura di spesa è preferibile l'invio di una cambiale, essendo minori i disturbi e i rischi; pertanto il corso del cambio massimo nelle supposte condizioni è determinato dalla cifra 101, e questo sarebbe il *punto metallico superiore.* Se supponiamo che il possessore della cambiale pagabile all'estero debba sostenere la spesa di lire una per farla riscuotere presso il suo debitore, ed avere la rimessa del denaro, vediamo subito ch'egli non sarà disposto a cederla a meno di 99 lire. E questo è il *punto metallico inferiore,* cioè il corso minimo al quale, nelle supposte condizioni, potrebbe scendere il cambio ossia il prezzo della cambiale. Tra questi due punti (101 e 99), nella nostra ipotesi, dovrebbe muoversi il corso del cambio; diversamente o il detentore della cambiale non avrebbe il tornaconto a cederla, o il richiedente il titolo di credito non troverebbe la convenienza ad acquistarla. Il primo invierebbe la cambiale a un suo

corrispondente per farne eseguire la riscossione e quindi la rimessa della somma; il secondo spedirebbe il danaro al proprio creditore.

Così, il punto al quale si arresta il corso del cambio non è fissato teoricamente dalle leggi che regolano il prezzo delle merci. L'aumento del prezzo di queste ultime è, *in un certo senso*, indeterminato; ma non è così del prezzo delle cambiali. Il debitore alla ricerca di una cambiale da spedire al proprio creditore l'acquista soltanto se il suo costo non eccede la spesa che deve sostenersi inviando la moneta; e il punto al quale è egualmente costoso di spedire il metallo al creditore segnerà il limite del premio di cui godranno le cambiali. Se il venditore delle cambiali esige un prezzo superiore a quel punto, il debitore spedisce la moneta piuttosto che pagare il premio elevato.

La difficoltà vera rispetto ai punti metallici è che essi nella pratica non sono conformi a quei limiti che in teoria vengono loro assegnati. A differenza della parità monetaria, che è invariabile fino a tanto che le leggi di ciascuno Stato sulla coniazione della moneta rimangono le stesse, i punti metallici sono soggetti alle variazioni dal costo dell'assicurazione, del trasporto, della provvigione, dell'imballaggio, e in certi casi dev'essere anche tenuto conto dell'interesse, come ad esempio nelle spedizioni di oro da Londra a

New York.[1] Così durante la guerra i rischi della navigazione ed altre circostanze hanno esercitato una influenza rilevante sui movimenti dell'oro, e il corso dei cambi, indipendentemente da altre cagioni, potè sorpassare il punto metallico superiore, ossia quello al quale dovrebbe verificarsi l'esportazione della moneta, senza che questa avesse luogo. Ciò si è verificato anche quando gl' istituti di emissione (Banca di Francia, Banca imperiale germanica, ecc.) non hanno consentito il cambio di somme rilevanti di biglietti di banca in valuta aurea, oppure hanno chiesto un premio per tale cambio, allo scopo di proteggere le loro riserve metalliche.

Per il fatto che vi è chi possiede tratte accettate all'estero o può trarre sui propri debitori, o su corrispondenti, all'estero, e vi è pure chi deve pagare dei debiti all' estero, per acquisti ivi fatti di merci, di derrate, di titoli, ecc., si svolge naturalmente un commercio di cambiali, e si hanno offerte e domande di cambiali o divise. Le banche e i banchieri hanno modo di offrire cotali divise, sia perchè le *comprano* da altri commercianti e industriali del loro Stato, che sono creditori verso l'estero in conseguenza del commercio di esportazione, sia perchè possono *trarre* sui loro corrispondenti, su case bancarie e su banchieri

---

[1] SPALDING, *Foreign Exchange and Foreign Bills*. London, 1919, pag. 35.

dell'estero presso i quali hanno crediti in conto corrente. I commercianti e gli industriali che importano dall'estero, e in generale coloro che per qualsiasi ragione devono fare pagamenti in paesi stranieri, per evitare la effettiva spedizione di moneta metallica ricercano e quindi domandano *tratte*, *divise* o *cambiali*, che dir si voglia, sull'estero, e nei limiti della convenienza stabilita dai punti metallici, dei quali si è detto, danno la preferenza alla tratta.

Le banche lavorano in questo campo con attività maggiore o minore a seconda delle relazioni che hanno stabilito con altre banche estere, poichè esse operano talvolta valendosi largamente del credito di cui godono presso le banche con le quali sono in rapporti di affari; tal'altra formandosi in precedenza degli accreditamenti mediante la girata di divise che non hanno occasione di rivendere prontamente. Così, per dare un esempio, se una banca compera una cambiale di 20.000 franchi pagabile a Parigi può rivenderla a chi ha da fare pagamenti in Francia, ovvero può girarla alla Société Générale, che *le darà credito in conto corrente.* Se più tardi ha richiesta di cambiali sulla Francia, essa consegna al compratore una *tratta* sulla stessa Société Générale per il numero di franchi desiderato. Tanto che le banche, le quali compiono molte operazioni di divisa estera, devono per necessità essere legate da relazioni di conto corrente

coll'estero, presso cui hanno delle disponibilità per somme depositate o per aperture di credito ricevute.[1]

Si è detto che i *punti metallici* segnano i *limiti normali* entro i quali avvengono le oscillazioni dei corsi dei cambi. Queste oscillazioni si producono quindi in un campo assai ristretto che può essere determinato per ciascun paese nei riguardi degli altri paesi. Poichè il corso del cambio si manifesta come il potere che ha la moneta di un paese di acquistare quella di un altro paese, per conoscere se quel potere è maggiore o minore, è alto o basso, bisogna riferirsi all'equivalenza fra le due moncte considerate — cioè la propria e quella estera — ossia alla *parità monetaria*. Cento lire italiane in oro equivalgono pel titolo, peso, ecc. a cento franchi francesi, svizzeri, belgi, in oro; la parità monetaria è quindi cento rispetto alle accennate monete, perchè esse sono coniate secondo un sistema in tutto identico, che è quello della Unione monetaria latina. Per le móncte degli altri Stati la parità monetaria viene determinata in base alla quantità dell'oro, e al suo titolo contenuto nelle rispettive monete. Così la sterlina equivale a lire 25 e 22 centesimi perchè vi è la medesima quantità di oro e di lega in una ster-

[1] P. D'Angelo, *Trattato di tecnica bancaria*; 2ª ediz., pag. 240 (Milano, Vallardi, 1917).

lina e in 25 lire in oro e 22 centesimi; cento marchi in oro equivalgono a lire 123,54 per la stessa ragione che vi è tanto oro e lega in cento marchi quanto in centoventitre lire e cinquantaquattro centesimi.

Il prezzo o *corso del cambio* è quindi la quantità di monete di uno Stato che bisogna pagare per acquistare in un dato momento un certo numero di monete di altro Stato, sotto forma di divise, chèques o versamenti. Il corso si dice *alla pari, sopra la pari, sotto la pari*, a seconda che il valore estrinseco delle monete acquirenti è *uguale, maggiore* o *minore* del valore estrinseco delle monete acquistabili.

§ 4. Varie specie di operazioni sui cambi.

Le operazioni di cambio si dicono *dirette* o *indirette* a seconda che si svolgono fra due sole piazze, cioè fra quella in cui si trova chi ha la scelta della via più conveniente (*piazza calcolatrice*) e quella in cui si trova l'altro contraente (*piazza calcolata*), ovvero col tramite di una o più *piazze intermedie*. Così un debitore di Roma potrebbe trovare convenienza a saldare il suo debito verso Berlino, acquistando (1° caso) sulla sua piazza e spedendo al suo creditore una divisa su Parigi per un numero tale di franchi che, negoziata a Berlino,

dia un ricavo di 8000 marchi. Oppure (2ª caso) potrebbe spedire la divisa addirittura a un banchiere corrispondente di Parigi perchè la venda e comperi, con la somma ricavata, altra *divisa* su Berlino per 8000 marchi da spedire al creditore. Ovvero (3º caso), ancora, potrebbe dare facoltà al suo creditore di Berlino di trarre sul banchiere corrispondente di Parigi per un numero di franchi corrispondente a 8000 marchi; egli poi rimborserebbe il corrispondente di Parigi con *rimessa* in franchi acquistabile a Roma. Nel primo caso la piazza di Parigi si dice *indiretta pensata*, mentre nel secondo e terzo caso si dice *indiretta operante*.

Sicchè il cambio *indiretto* è un mezzo per speculare sui corsi delle diverse piazze. Ma esso, spesse volte, può rappresentare l'unica via possibile per esigere un credito o pagare un debito. Ciò avviene quando fra la piazza calcolatrice e quella calcolata non sono stabilite relazioni di cambio diretto, o, come suol dirsi, non v'ha *cambio aperto*, onde la necessità di ricorrere a una piazza intermedia che sia in relazione di cambio con entrambe. Questa necessità si presentà allorchè, nel grande commercio di importazione ed esportazione, devonsi regolare rapporti di debito e di credito con delle piazze extra-europee, giacchè le *tratte* si spiccano e le *rimesse* si fanno su altre piazze *intermediarie*, come Londra e Parigi, le quali per il grande sviluppo delle loro relazioni di scambio

sono divenute i centri del mercato internazionale delle *divise*. La maggior parte del commercio estero, infatti, fa capo a Londra, come a Londra si dirige una somma ingente di tratte estere. Londra è sempre in grado di assorbire qualunque importo di divise estere inviate per lo sconto, onde per questo riguardo essa ha funzione di mercato centrale del mondo. Tanto che, se questa sua funzione, esplicantesi nell'accettazione e nello sconto di tratte estere, dovesse anche per un momento solo cessare, il meccanismo di tutto il cambio internazionale ne sarebbe inevitabilmente sconvolto.[1]

§ 5. Variazioni del corso dei cambi.

Le oscillazioni del *corso dei cambi* entro i limiti segnati dai punti metallici sono determinate dalle cause che influiscono sulla domanda e l'offerta di lettere di cambio, *chèques* ed altri mezzi di pagamento all'estero. Domanda e offerta che alla lor volta derivano dai debiti e dai crediti esistenti fra i vari paesi, sia per effetto degli scambi commerciali, sia per le operazioni di carattere bancario e finanziario ch'essi possono compiere secondo le indicazioni date più addietro. Non è il

[1] D'Angelo P., op. cit., pag. 242.

debito o il credito totale che un paese ha verso un altro quello che influisce sul corso del cambio con quel paese, bensì i debiti che a mano a mano vengono a scadere e i crediti di cui esso può disporre alle varie scadenze, e più precisamente il saldo debitore o creditore che viene a rendersi palese, attraverso le operazioni sui cambi.

Di più, può avvenire che un paese sia creditore dal punto di vista puramente commerciale, verso un altro paese, ma che si trovi in una posizione opposta per altre cause non commerciali. Per questo le sole statistiche del commercio coll'estero non possono dare la spiegazione dell'andamento dei corsi del cambio; occorrerebbe avere molti altri elementi che di solito non sono resi pubblici, perchè riguardano istituti di credito privati, od operazioni di borsa e di banca per le quali si costituiscono debiti e crediti con l'estero. È facile comprendere quindi come a coloro che non vivono nel mondo degli affari debba riuscire arduo còmpito il chiarire pienamente le ragioni delle effettive oscillazioni dei cambi nei vari momenti.[1]

---

[1] Uno scrittore particolarmente competente in materia, M. Jules Décamps, Direttore del servizio degli studi economici della Banca di Francia, diceva in una sua conferenza del 1921: « Chiffrer le montant des créances et des dettes extérieures d'un pays pour une période donnée est à peu près, je devrais dire tout à fait impossible. La plupart des opérations internationales échappent aux investigations

Tuttavia, non vi può essere dubbio che la posizione rispettiva negli scambi commerciali è quella che maggiormente influisce sulle oscillazioni dei cambi e determina se essi sono *favorevoli* o *sfavorevoli*, il che va inteso dal punto di vista della moneta e dei metalli preziosi che affluiscono nel paese, nel primo caso, e vengono invece, esportati nel secondo. Questo modo di qualificare i cambi è un residuo della vecchia dottrina mercantilista, ma può anche spiegarsi pel fatto che un cambio sfavorevole sottrae al paese i mezzi d'acquisto di cui ha bisogno anche per gli scambi interni.

Sono possibili inoltre gli arbitraggi sui cambi. Nel giudicare delle relazioni fra la bilancia dei debiti e crediti liquidi ed esigibili, da un lato, e le variazioni dei cambi di uno Stato, dall'altro, occorre badare al *totale* delle relazioni commerciali verso l'estero, per le regolazioni a base di *cambio indiretto*, che si risolvono effettivamente in un trasporto di *saldi creditori* verso alcune piazze per compensare quelli *debitori* verso altre. Chè, anzi, è col cambio indiretto che normalmente tendono ad

---

des statisticiens. Celles qui font l'objet d'un enregistrement — c'est le cas notemment du mouvemont commerciale, — ne sont relevées que de façon incomplète et ne sauraient donner, par suite, rien do plus qu'une indication de la tendance générale dos affaires réciproques; cette indication, au surplus, ne vaut qu'en raison de l'importance relative qu'ont, dans l'ensemble, les opérations onregistrées ».

equilibrarsi i corsi delle divise pagabili nei principali Stati esteri. Naturalmente l'*equilibrio perfetto* è conseguibile soltanto teoricamente, perchè in pratica, fra i corsi delle diverse specie di divise una qualche differenza sarà pur sempre rilevata, non fosse altro che per le varie spese e provvigioni e per la maggiore o minore speculazione svolgentesi attorno alle varie specie di *carta*. Può darsi infatti che la combinazione dei corsi relativi a una o più piazze intermediarie riesca più vantaggiosa che per una o più altre, onde riscuotendo o pagando col tramite di quelle sia possibile ricavare una quantità maggiore o corrispondere una quantità minore di moneta nazionale. È questo il meccanismo degli arbitraggi, che nella tecnica dei cambi va tenuto in grande rilievo.[1]

§ 6. — L'aggio e la carta moneta.

Quando i cambi coll'estero oltrepassano il punto metallico superiore o d'uscita, il *gold point* per l'esportazione, può affermarsi che al cambio si aggiunge l'*aggio*. Si ha cioè allora un prezzo misto di cambio e di aggio. Il rapporto interno fra carta e oro dà il modo di calcolare a

[1] D'Angelo P., op. cit., pag. 249. Cfr. Yvan Bell, *Le Cambisme*, chap. XV (Paris, Gauthier-Villars, 1924).

quanto ammonta l'aggio. Ma da che dipende questo aggio? Esso si manifesta quando esiste una quantità maggiore o minore di biglietti di banca o di Stato nel fatto inconvertibili in valuta metallica. Allora, ogni qualvolta occorra avere moneta metallica diventa necessario procurarsela presso chi ne fa traffico (cambio valute, banche, ecc.), non trovandosi essa in circolazione, nè potendola ottenere mediante il cambio dei biglietti di banca o di Stato, presso l'ente che li ha emessi. E la moneta metallica — possiamo dire brevemente l'oro — diventa una merce che si compra e si vende come qualsiasi altra, e il suo prezzo è fissato in relazione non solo della domanda e della offerta, che si manifestano sul mercato, ma anche del valore attribuito al mezzo di scambio che vien dato *contro oro*, ossia al biglietto di banca o di Stato.

L'*aggio* diventa quindi come un premio a favore dell'oro, non potendo più verificarsi che 100 lire in carta equivalgano a 100 lire in oro. Il biglietto perde, ossia, come si dice, soffre un *disaggio*, in misura maggiore o minore, a seconda della quantità emessa in relazione ai bisogni del commercio, alla fiducia di cui gode l'ente che lo ha emesso — banca o Stato — il quale ente sarà più o meno in grado di ristabilire il cambio dei biglietti in valuta metallica secondo che le sue condizioni economiche, o finanziarie, gliclo consentiranno. Il bi-

glietto inconvertibile rappresenta un debito la cui liquidazione avrà luogo in epoca indeterminata; ma il pubblico, fondandosi appunto sulla condizione di chi lo ha emesso, formula un giudizio che si traduce in un maggiore o minore aggio.

L'eccesso della quantità della carta-moneta col discredito dello Stato sono cagioni che diminuiscono il valore di quella, massime quando operano, come il più spesso avviene, simultaneamente.

Ma intorno all'aggio si svolse già in passato una disputa scientifica assai interessante. Non mancò infatti chi diede maggiore importanza, quale causa determinatrice dell'aggio, allo sbilancio commerciale, alla ricerca dell'oro e una minore alla quantità di carta emessa. Ora, senza entrare in quella controversia [1] si può affermare che l'esperienza ha dimostrato la grande influenza che hanno sia la quantità della carta emessa, sia la ricerca che dell'oro vien fatta, o di titoli convertibili, pagabili in oro. Una quantità eccessiva di carta-moneta determina il convincemento ch'essa non potrà essere sollecitamente e facilmente ritirata dalla circolazione, che la sua convertibilità in valuta me-

---

[1] Vedi FERRARIS (Carlo Francesco), *Moneta e corso forzoso*, Milano, 1886; e PIPERNO (Settimio), *Le cagioni dell'aggio*, in *Archivio di Statistica*, Roma, anno V, pag. 299. THEODOR HERTZKA, *Wechselscurs und Agio*, Wien, 1884.

tallica sarà quanto mai ritardata e forse per lungo tempo addirittura impossibile. È quello che si è verificato per le emissioni cartacee della Russia, dell'Austria Ungheria, della Germania, della Polonia, ecc.

Il deprezzamento della carta-moneta non conosce limiti, appunto perchè il fattore psicologico, la fiducia o la sfiducia nel futuro pagamento di quel debito fluttuante, insieme alla quantità di biglietti inconvertibili che si trovano in circolazione, esercitano un'azione decisiva sull'apprezzamento che vien fatto del biglietto. In certi momenti potrà l'aggio scendere e in altri salire, senza che vi sia rispettivamente una restrizione, un'espansione nella circolazione cartacea, la qual cosa può dipendere da altre cause, quali la minor richiesta di oro o di titoli pagabili in oro, ad es. per le decrescenti importazioni, oppure la maggiore offerta di essi, ad es. per maggiori esportazioni; ma considerando il fenomeno in generale e nei suoi movimenti di lunga durata non vi può essere dubbio che sulla misura dell'aggio influiscono la quantità della carta emessa, il grado di fiducia (o viceversa di sfiducia), che per le condizioni del bilancio e in genere della sua economia ispira lo Stato emittente, debitore del valore della emissione cartacea, la richiesta che vien fatta d'oro, la quale ultima circostanza è in relazione allo stato della bilancia economica del paese. Come

scriveva il Raffalovich[1] « l'agio est surtout sensible dans les pays à cours forcé. Son intensité plus ou moins grande est la résultante de la quantité de billets de crédit en circulation, de la grandeur de l'encaisse métallique, de l'activité du commerce, c'est-à-dire de la somme de traites sur l'étranger offertes ou demandées et aussi de l'opinion qu'on a du crédit de l'Etat ainsi que de la situation générale du marché financier ».

E il Messedaglia nella sua monografia su *Il Credito*, rimasta a lungo inedita, e ora pubblicata nelle *Opere scelte di Economia* (Verona, 1921) scriveva, e per la sua competenza e autorità, la citazione non parrà soverchia: [2] Le cause da cui l'aggio dipende, e che vi esercitano un'efficacia, sono molte e diverse. Possono tuttavia ridursi a tre capi principali, ciascuno dei quali assai complesso, ove si volesse tentarne l'analisi. Vale a dire: 1° la *sfiducia*; 2° la *quantità* della massa circolante; 3° il bisogno e la *ricerca del metallo prezioso*. Si possono studiare le tre cause in forma distinta, ma giova fin d'ora l'avvertenza che esse non operano punto in modo separato, ma congiunto, e che gli effetti dell'una si riflettono per varia guisa anche su quelli delle altre.

---

[1] *Nouveau dictionnaire d'Economie politique*, tome III, pag. 26 (Paris, 1891).

[2] Vol. II, pag. 511 e seg.

La prima, la *sfiducia*, è la più ovvia, com'essa è ad un tempo la più complessa, e di lunga mano la più variabile ed irregolare. Vi entrano degli elementi morali; è anzi essenzialmente morale per sè medesima; però in fondo obbedisce a delle ragioni di altro ordine, e che ammettono un riscontro positivo di fatto: ragioni politiche, economiche, finanziarie.

La ragione finanziaria comprende in gran parte le altre, pel caso più frequente che la carta sia stata emessa per sopperire al pubblico erario. Se fosse invece la carta inconvertibile di un banco che ha sospeso i pagamenti, come una volta in Inghilterra, e senza immediata necessità di Tesoro pubblico, in allora decide egualmente la finanza, non tanto però la pubblica, quanto invece quella particolare dell'istituto emittente....

L'effetto della *quantità* è il punto che è stato maggiormente studiato dagli economisti, ed è quello che era più naturalmente suggerito dalla dottrina generale della moneta. Se la quantità eccede, mentre il bisogno della circolazione rimane costante, l'effetto è immanchevole. Il valore *integrale*, quello della massa nella sua totalità, rimane presso a poco costante, e il valore *unitario* si trova per ciò stesso scemato nella stessa proporzione in cui la massa è aumentata. A massa doppia, tripla, quadrupla, il valore dell'unità di massa dovrebb'essere rispettivamente,

la metà, il terzo, la quarta parte. Ciò sta nella ragione economica, e aritmetica insieme, della cosa; tutta la storia monetaria, depone in questo senso. Se la proporzione non si riscontra sempre nell'esatta misura che testè si accennava, egli è perchè (a parte ogni causa estrinseca) la quantità non è essa medesima il solo fattore, ma vi interviene altresì l'azione delle altre due cause generali che stiamo appunto studiando; ovvero anche per la ragione che il fenomeno del rialzo non si produce punto in modo istantaneo ed uniforme, ma prende un certo tempo, e il mercato vi consente in modo ineguale, a norma della rispettiva sensibilità, nei varii suoi punti.

Gli assegnati francesi della Rivoluzione furono emessi in totale per 45 miliardi; e se ne trovarono simultaneamente in circolazione fino a 15 miliardi, ad un'epoca in cui la corrispondente circolazione monetaria non avrebbe forse corrisposto alla decima parte di questa ultima somma. Il deprezzamento invece toccò a tal termine, da poter dire, senza troppa esagerazione, che il valore di quella carta fosse da ultimo completamente annientato. Esso non riportava quasi più nemmeno le spese di fabbricazione. Ma a quel punto stesso, il più celebre storico della Rivoluzione ci avverte che l'oro era dappertutto, meno che nelle casse dello Stato. Era succeduta una rivoluzione; l'oro bandito in origine dalla carta, meglio ancora dalla

scure del Terrore, aveva risposto alla intensa chiamata; infiniti espedienti, per quanto imperfetti, di credito, aveano intanto sopperito al bisogno; eravi stata in molti casi una retrocessione dalla economia monetaria alla naturale; si era operato colla permuta, col cambio in natura, o colla sola fiducia; finchè la carta non si trovò avere altro mercato che quello delle casse pubbliche, dalle quali usciva incessantemente più logora di quello che vi era entrata.

Il mercato aveva finito a bastare, bene o male, per altri mezzi, a sè stesso: l'Erario era rimasto completamente al vuoto. Da ultimo, la soppressione legale dell'assegnato, la rottura delle famose tavole, potè farsi quasi senza scossa, appunto perchè l'assegnato era morto soffocato da sè. Esso aveva toccato all'estremo limite della propria decadenza; la vitalità generale del paese aveva trionfato; però, dopo essere passata per convulsioni che sono rimaste senza esempio, e destano ancora stupore e sgomento.[1]

Aggiungiamo una sola osservazione sopra un punto speciale, che in generale non è abbastanza considerato, e che riguarda più direttamente la *quantità* in relazione al bisogno della circolazione.

[1] Sulle vicende, così interessanti e istruttive, degli assegnati francesi, è da consultare ora l'opera del Prof. MARCEL MARION, *Histoire financière de la France depuis 1715*, specialmente i volumi 2° e 3° (Paris, 1919-21).

Questo bisogno non è mai realmente una quantità fissa, invariabile, nemmeno per un tempo di moderata estensione. Nel caso stesso di un anno solare, esso presenta delle differenze notevoli da stagione a stagione. Considerando, per esempio, una circolazione fiduciaria, in condizioni perfettamente sane e normali, la si vede oscillare fra certi limiti abbastanza estesi anche solo da stagione a stagione, e da mese a mese, a norma delle varie epoche della produzione e di certe abitudini generali del commercio. Essa ha le sue marec alterne, giusta l'immagine e la definizione datane da un economista inglese. È un fenomeno di *elasticità*, ed è questa la parola che si usa solitamente a significarlo. Espressione ed immagine sono egualmente di una esattezza inappuntabile. La moneta metallica gode essa pure di cosiffatta elasticità nei suoi movimenti da mercato a mercato, e nell'interno di ciascun mercato in particolare. Entra ed esce, circola o rimane giacente, a norma del bisogno e della conseguente ricerca; vi si accomoda colla sua massa, e meglio ancora colla sua velocità.

Una carta forzosa invece non ha alcuno di questi vantaggi. La sua quantità è indipendente dalle oscillazioni del bisogno, e non può accomodarvisi; non può passar all'estero; il mercato, per siffatta moneta, è realmente chiuso; essa manca naturalmente di ogni elasticità, è un si-

stema rigido, inflessibile. Si possono a tale riguardo escogitare degli espedienti; creare dei bilancieri; ma in ogni caso sono organi artificiali, i quali non possono sostituire che in modo assai imperfetto quelli che in altri casi sono in certa guisa il prodotto stesso della natura; semplici gruccie che devono far l'ufficio degli arti, i quali mancano o sono mutilati....

Si noti infine come la quantità reagisca naturalmente anche sulla fiducia. Più cresce la massa circolante, e più si fa difficile e remota la sua redenzione, e il ritorno alla circolazione normale. E quindi sfiducia, discredito, e una nuova ragione di deprezzamento.

Quanto alla terza causa, cioè il bisogno che può aversi a dati momenti della moneta metallica, e la ricerca che ne conseguita, il Messedaglia osservava che era il punto meno considerato dalla comune degli economisti, e solo negli ultimi tempi vi si è portata un'attenta indagine. Di ricambio esso è dei più generalmente avvertiti nella pratica, dove s'inclina invece ad attribuirgli un'efficacia troppo grande, ed anche esclusiva. In realtà esso presenta dei risultati estremamente complessi, di una difficilissima analisi, sia per se medesimi direttamente, sia per altri e diversi che vi si frammettono in via indiretta e riflessa.

Ricordato come la carta a corso forzoso bandisca dalla circolazione la moneta metallica, il

Messedaglia considera i tre casi, in cui in seguito ai rapporti commerciali e pecuniari di ogni specie che si hanno col di fuori, rapporti internazionali di dare ed avere, i conti si bilancino, oppure si rimanga in credito, o viceversa siavi da dare. E in questo ultimo caso, a differenza del primo che non ha conseguenze, e del secondo che non richiede di cercar l'oro, il bisogno di avere il metallo c'è, e occorre procurarselo con altri valori. Bisogna riescire a fare il saldo, a farlo in danaro, e il danaro si paga quello che vale; si acquista, come tutte le merci, pel valore che ha. Dal momento che per noi il mezzo generale di pagamento è la carta, egli è in questa che viene definitivamente a riflettersi l'effetto di una ricerca del metallo. Quest'ultimo, rispetto a noi, rincara perchè più dimandato; quella scapita di altrettanto nel paragone; l'aggio si manifesta, ovvero, se già esiste, esso rialza.

Le tre cause ora analizzate operano unite, generalmente, e l'una aiuta l'effetto dell'altra. È allora, che l'aggio diventa il criterio patologico che dà notizia del deprezzamento della cartamoneta, della creazione fittizia di mezzi di pagamento in misura più o meno eccessiva. Si ha allora la *inflation*, la enfiagione della circolazione cartacea, cagione di mali di varia natura — economica, finanziaria, sociale, psicologica — ai quali si presta ben poca attenzione quando la emissione

della carta-moneta è determinata da urgenti, assillanti necessità, come avviene durante una guerra, ma che si rivelano poi, all'osservatore disinteressato e spregiudicato, con tutta la loro gravità, non appena diventa possibile per la cessazione della grande calamità che ha oscurata la visione dei fatti reali, una chiara percezione degli effetti molteplici che dalla creazione abusiva della valuta cartacea sono derivati.

Quella che viene detta la crisi dei cambi è in sostanza, in grandissima misura, una crisi monetaria, ossia un gravissimo deterioramento del medio cartaceo circolante la cui massa cresciuta in proporzioni fantastiche presso molti paesi, in tutti quelli belligeranti e in alcuni di quelli neutrali, ha cagionato per certi paesi un deprezzamento del biglietto a corso forzoso quale la storia non ha mai conosciuto. L'aggio dell'oro, o del biglietto di banca meno deprezzato in confronto all'oro, ha raggiunto in alcuni paesi cifre enormi; e di qui la crisi gravissima dei cambi, a vincere la quale occorrono probabilmente in alcuni casi rimedi eroici, mentre in altri, essendo il male irrimediabile, non rimane che lasciar morire la valuta cartacea, come già il 1796 vide in Francia la morte degli assegnati.

Parte Seconda.

LA CRISI DEI CAMBI.

§ 1. — Le vicende dei cambi durante e dopo la guerra.

Afferma giustamente il Décamps [1] che la crisi dei cambi provocata dalla guerra europea ha un ampiezza senza precedenti, e ch'essa fornisce un campo di osservazioni vario all'estremo e dei più istruttivi. I fenomeni vi si presentano come attraverso uno stereoscopio, con un rilievo assai accentuato, che prende talvolta delle proporzioni stravaganti. La crisi ha il suo inizio nel 1914 e procede a sbalzi con miglioramenti e peggioramenti attraverso i quattro anni successivi di guerra, precipita sempre più nel primo anno di pace (1919) e al principio del secondo, per diventare poi un fatto stabile con frequenti variazioni, ma per i paesi vincitori di non grande entità; mentre per quelli

[1] *Les changes étrangers*, pag. 271 (Paris, 1920).

vinti i cambi precipitano quasi costantemente sino al 1924, per poi stabilizzarsi su valori minimi od anche ridursi pressochè a niente.

È notevole il fatto che malgrado le perturbazioni della economia mondiale, in seguito alle profonde alterazioni avvenute nella produzione, negli scambi e nel consumo durante la guerra, non fu nel corso di questa che la crisi dei cambi raggiunse per molti paesi il suo massimo di gravità.

L'apertura delle ostilità spinse i paesi belligeranti e anche alcuni Stati estranei al grande conflitto ad adottare il corso forzoso dei biglietti e a interdire l'esportazione dell'oro. Gli Stati Scandinavi seguirono la stessa politica, e l'Argentina e il Brasile rinunciarono a far funzionare le loro Casse di conversione.[1] Il cambio dei biglietti in valuta metallica cessò quasi dappertutto e il divieto di esportare oro perdura tuttora, anche nella maggior parte degli Stati dove, al pari della Svizzera, il biglietto è tornato ad essere rimborsabile all' interno ; il che rende la convertibilità del biglietto praticamente inefficace dal punto di vista dei cambi con l'estero.

È chiaro che la proibizione di esportare l'oro doveva, ovunque era applicata, portare come con-

---

[1] Sulle casse di conversione, si consulti SUBERCASEAUX, *Le papier-monnaie*, Paris, 1921 ; e GRIZIOTTI, in *Rivista Bancaria*, marzo 1924.

seguenza la scomparsa dei *gold points*, o punti metallici, all'uscita, e rendere possibile, inevitabilmente, il deprezzamento senza limite dell'unità monetaria nazionale in relazione all'oro. La perdita del cambio non si produsse tuttavia dappertutto immediatamente; così in Francia, come ha notato il Prof. Nogaro, il cambio è rimasto normale nei primi mesi della guerra e il franco francese ha fatto anzi un lieve premio per qualche tempo, la qualcosa si spiega col fatto che in questa prima fase, la Francia rimpatriava dei capitali e non aveva nessun passivo da regolare all'estero. L'inconvertibilità dei biglietti e l'interdizione di esportare l'oro non costituivano meno il punto di partenza della crisi dei cambi, perchè il corso delle divise o tratte poteva ormai esser negoziato senza limite a un saggio inferiore alla pari; così il minimo saldo da regolare doveva rendere manifesta la crisi. È per questo che sino dal novembre 1914 il marco perdeva il 10 % sulla piazza di New York e la sua caduta raggiungeva il 20 e il 25 % nel primo trimestre del 1916. In questo stesso periodo la perdita del marco ad Amsterdam variò tra il 25 e il 34 % e il deprezzamento della corona austriaca sorpassò il 40 % a Ginevra. D'altra parte la Russia aveva veduto il suo cambio scendere nel 1915 dal 18 al 33 % sul mercato di Parigi. La lira italiana perdeva circa l' 8 % a Parigi, il 18 % in Svizzera e il 30 % agli Stati Uniti.

Il franco francese, che aveva resistito al corso forzoso durante alcuni mesi, veniva poi quotato a Londra con 12 e anche 14 % di perdita, a New York e a Ginevra col 16 % e ad Amsterdam col 25 % di perdita.[1]

Ma conviene vedere per ciascun paese l'evoluzione della crisi; e questa indagine ci è facilitata dall'inchiesta compiuta di recente dal *Bureau International du Travail* (*Enquête sur la Production-Rapport général*, tome III, 1924). Trattandosi di fatti che si traducono in cifre sarebbe necessario riprodurre le tabelle dei corsi dei cambi che si trovano a pag. 711 e seguenti del citato Rapporto; ma per brevità, e rinviando anche alle pubblicazioni di Emil Diesen (*Exchange Rates of the World*, Cristiania, 1922-24), è possibile limitarsi a riferire le conclusioni.

Risulta dalle tabelle quanto segue:

1° Non vi è paese pel quale non si notino durante il periodo considerato, variazioni assai importanti, se si confrontano con ciò che si osservava di solito prima della guerra.

2° In tesi generale, le variazioni sono state molto meno forti durante la guerra, che nel corso del periodo successivo. Durante la guerra, se si esclude la Russia, non si nota un aumento del

---

[1] *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, chap. V (Paris, 1924).

prezzo del dollaro superiore al 100 % che in un solo caso, quello della Bulgaria; e non si tratta che di variazioni momentanee durante gli ultimi due anni della guerra.

3° In un certo numero di paesi, nel periodo della guerra, specialmente nel 1917 e 1918, il prezzo del dollaro scende al disotto del pari. I paesi di cui trattasi sono esclusivamente dei paesi extra-europei, oppure dei paesi europei neutrali. È durante il periodo della partecipazione degli Stati Uniti alla guerra che questo movimento si delinea con maggior precisione. Nello stesso periodo, come nel corso della prima parte del periodo bellico, il dollaro fa premio in misura diversa in tutti i paesi belligeranti.

4° Dopo la guerra non ostante la importanza, del resto assai variabile, delle loro oscillazioni, i cambi dei paesi extra-europei e dei paesi europei neutrali — ai quali conviene aggiungere quello del Regno Unito — continuano a occupare una posizione del tutto privilegiata. Il livello corrispondente a un aumento del 100 % del prezzo del dollaro non è sorpassato, del resto solo temporaneamente, che in due casi (Cile e Norvegia).

5° È nel gruppo dei paesi belligeranti dell'Europa centrale e orientale che si rilevano i movimenti più forti e più disordinati. Per un certo numero di questi paesi il deprezzamento della divisa nazionale, o in altri termini l'aumento

del dollaro, prende proporzioni che sorpassano tutto ciò che anteriormente a questa crisi, la mente avrebbe potuto immaginare, e anche tutto ciò che le è possibile ancor oggi di realizzare in modo positivo. Le cifre che esprimono questi movimenti appartengono a ordini di grandezze che non avevano preso posto finora nel campo delle relazioni economiche.

Ma dall'eccesso del male stesso sorge o pare sorga a un certo momento il rimedio, e a livelli che si esprimono in cifre secondo i casi con bilioni o trilioni rispetto alla parità, una stabilizzazione finisce per raggiungersi, dapprima in Austria, in seguito all'intervento della Società delle Nazioni negli ultimi mesi del 1922, poi in Germania alla fine del 1923, e da ultimo al principio del 1924 in Russia e in Polonia.

Convienc del resto rilevare che in altri paesi dell' Europa centrale e orientale, il cui cambio, eccezion fatta del periodo d'inizio del dopo guerra, era stato molto meno colpito, si nota nel corso del 1923 e al principio del 1924, una tendenza spiccata al miglioramento o alla stabilizzazione.

Da ogni lato in questa parte dell'Europa, il carattere comune del periodo recente — fatto di cui non va esagerata la importanza —è la tendenza alla risoluzione della crisi, la tendenza alla stabilizzazione in confronto al dollaro, ossia rispetto all'oro. Lo spettacolo che offrono a questo riguardo

le curve dei cambi austriaco, ceco-slovacco, finlandese, serbo-croato-sloveno, rumeno, tedesco, polacco, russo, è veramente tale da colpire per la loro tendenza ad arrestarsi nella loro ascesa.

6° Fra i paesi belligeranti dell'Europa occidentale ve n'è uno, il Regno Unito, che col suo cambio si rannoda all'insieme formato dai paesi extra-europei e dai paesi europei neutrali. Un altro, il Portogallo, si rannoda, al contrario, a questo proposito, per la forte depressione del suo cambio, al gruppo dei paesi belligeranti dell'Europa centrale e orientale. Gli altri paesi belligeranti dell'Europa occidentale — Francia, Belgio, Italia — occupano una posizione intermedia fra i due gruppi, quello il cui cambio ha variato meno (paesi extra-europei e paesi europei neutrali) e l'altro il cui cambio è stato più profondamente colpito (paesi belligeranti dell' Europa centrale e orientale).

In opposizione con la tendenza alla stabilizzazione rilevata nel gruppo dell'Europa centrale e orientale, si può notare, dalla metà del 1922, in due paesi del gruppo dell'Europa occidentale, la Francia e il Belgio, un movimento piuttosto regolare di debolezza che fa capo nel corso del periodo più recente a fluttuazioni d'una grande ampiezza.

Forse in base alla divisione più sopra fatta si potrebbero ripartire i paesi, rispetto al cambio,

nel periodo del dopo guerra, in tre grandi gruppi: il gruppo dei paesi a cambio alto (paesi extra-europei, paesi europei neutrali e Regno Unito); paesi a cambio medio (Francia, Belgio e Italia); paesi a cambio basso (paesi belligeranti dell'Europa centrale e orientale, ai quali si può aggiungere il Portogallo).

La rivista tedesca *Wirtschaft und Statistik*, considerando la condizione dei cambi nel dicembre 1923, ripartiva i paesi in cinque gruppi: 1° cambi elevati, che corrispondono a un deprezzamento fino al 10 %, 2° deprezzamento fino al 50 %; 3° deprezzamento fino al 75 %; 4° deprezzamento fino al 99 %; 5° deprezzamento oltre il 99 %. Tutta l'America del Nord e l'America Centrale, una parte dell'America del Sud, in Europa il Regno Unito, la Svezia, la Lettonia e la Lituania, l'Olanda, la Svizzera, una parte importante dell'Africa, la Cina, il Giappone, l'Australia, la Nuova Zelanda, ecc., appartenevano al primo gruppo. La Norvegia, la Danimarca, la Spagna, una parte dell'America del Sud, l'India, ecc., appartenevano al secondo. La Francia, il Belgio, l'Italia, l'Africa del Nord, una parte dell'America del Sud, ecc., appartenevano al terzo. Parecchi paesi dell'Europa centrale e orientale, specialmente i paesi balcanici, la Finlandia, l'Estonia, la Ceco-Slovacchia, appartenevano al quarto gruppo. Finalmente la maggior parte dell'Europa centrale e

orientale, Germania, Austria, Ungheria, Polonia, Russia, d'Europa e d'Asia, così pure il Portogallo e la Turchia, formavano l'ultimo gruppo che occupa sulla carta del mondo un posto considerevole.

Queste classificazioni sono stabilite in relazione al dollaro degli Stati Uniti. E poichè l'interesse maggiore dal punto di vista della crisi dei cambi lo presentano i paesi d'Europa, le notizie intorno ai cambi vengono limitate qui appunto ad alcuni di quei paesi.

§ 2. — I Cambi in Italia.

In Italia [1] le vicende dei cambi dal 1914 a oggi sono state assai varie, ma durante la guerra il deprezzamento della lira non fu, relativamente parlando, e in confronto a ciò che si verificò a partire dal 1919, assai forte. Nell'*Italia Economica* nel 1914 del Bachi si legge: «I cambi lungo il 1° semestre (1914) si sono mantenuti a un livello assai basso, inferiore a quello di chiusura dell'anno precedente e in generale inferiore al punto dell'oro; l'andamento è stato specialmente favorevole rispetto alla Germania e talvolta anche sotto la

[1] Veggansi, oltre gli *Annuari* del Prof. Riccardo Bachi (Città di Castello, 1914-1921) e le *Prospettive Economiche* del Prof. Giorgio Mortara per gli anni 1921-25, le Relazioni annuali della Banca d'Italia e il volume di P. Cobor, *I cambi nel 1923* (Milano, Soc. Anon. Radio Commerciale, 1924).

pari; la media semestrale in ragione percentuale è di 100. 395 per la Francia, 100.273 per l' Inghilterra e 100.058 per la Germania ». Dopo comincia subito il movimento verso il rialzo con oscillazioni frequentissime, ma nel secondo semestre 1914 la media mensile del cambio su Francia non oltrepassa il 106.

L'anno dopo, il cambio sulla Svizzera andava progressivamente aumentando sino a sorpassare il 125 negli ultimi di dicembre. E ormai col deprezzamento della valuta francese l'indice della perdita della valuta cartacea italiana non può essere dato che dal cambio sulla Svizzera e da quello su Nuova York; mentre le condizioni in cui son venute a trovarsi e la Germania e l'Austria-Ungheria rendono i cambi verso quei due paesi favorevoli all'Italia. Continua nel 1916 l'ascesa dei cambi, ma in misura relativamente tenue, mentre si accentua nell'anno successivo così che il cambio con la Svizzera tocca il 190. E tale peggioramento per tutto il primo semestre del 1918 va aggravandosi ancor più, tanto che i provvedimenti parziali e secondari già adottati nel 1917 vengono sostituiti o completati nel 1918. Nel suo *Annuario* per quell'anno, il prof. Bachi scriveva: « Il corso dei cambi ha destato nel 1918, ancora più che negli anni precedenti, vivissimo interesse e grandi preoccupazioni nella opinione pubblica. La nostra valuta lungo la prima parte dell'anno andò via via perdendo di pregio in con-

fronto con le migliori valute estere, e la perdita giunse a punti veramente gravi: alla fine di luglio alla borsa di Basilea, 100 delle nostre lire erano valutate appena franchi 43,50 con una perdita percentuale di poco inferiore a quella ivi registrata per le corone austriache (cambio 40) e alquanto superiore a quella corrispondente ai marchi germanici (cambio 69). Nell'ultima parte dell'anno (1918) i nostri cambi subirono un fortissimo miglioramento e si stabilirono a un livello che rimase poi invariato; il mutamento è dovuto unicamente agli sforzi politici poichè ancora perdurò e crebbe l'enorme volume della circolazione cartacea. Il ribasso e la stabilità delle quotazioni si riconnettono al regime di monopolio nel commercio delle divise estere e con la concentrazione nelle mani dello Stato di gran parte degli scambi con l'estero, concentrazione che ha consentito allo Stato di controllare la quantità della domanda oltre che della offerta delle valute forestiere». Il provvedimento più importante fu quello di creare l'Istituto nazionale dei cambi, allo scopo di esercitare un controllo sulle operazioni di importazione ed esportazione e di concentrare il traffico delle divise verso tutti i paesi esteri presso un unico ente.[1] Ma poichè il monopolio del mer-

[1] Sul controllo governativo dei cambi, si consulti il volume *Legislazione e disposizioni amministrative riguardanti*

cato dei cambi non si dimostrò sufficiente a migliorare la situazione, vennero stipulati accordi con le Amministrazioni finanziarie dell' Inghilterra, degli Stati Uniti e della Francia, e con alcuni paesi neutrali, per regolare e stabilizzare i cambi mercè un continuato servizio di assorbimento di nostre divise e di fornitura di divise estere.

In seguito a questi accordi nei primi tre mesi del 1919 i cambi presentarono una certa stabilità e mitezza, ma verso la metà di marzo giunse in Europa l'annunzio che i finanzieri americani interrompevano il regime delle aperture di credito ai governi francese, inglese e italiano, le quali costituivano la base per la stabilità dei cambi. L'annunzio destò una grande sensazione nel mondo degli affari; mancata la base del sistema veniva necessariamente a cessare la possibilità dei cambi fissi e artificialmente mitissimi. Così l'inasprimento dei cambi non tardò a manifestarsi e già nel secondo semestre 1919, specie rispetto all'Inghilterra, alla Svizzera e agli Stati Uniti, si ebbero sbalzi in avanti veramente cospicui come dimostrano i dati del mese di dicembre. Com'è naturale

---

il commercio dei cambi con l'estero, a cura dell'Istituto Nazionale per i cambi con l'estero, con prefazione di Bonaldo Stringher (Roma, 1921), e la pubblicazione fatta in occasione della Conferenza di Bruxelles, su *La réglementation du change* (Rapport, n. XI), Londra, 1920.

vi concorsero anche altre cause, economiche, finanziarie, politiche, sulle quali non è possibile intrattenersi qui, poichè non si vuol fare una storia particolareggiata, ma la ragione principale del forte aumento determinatosi nel 1919 rimane quella or ora indicata.

L'anno successivo non vede alcun miglioramento in tale condizione di cose, anzi, pur non mancando dal maggio all'agosto un periodo di miglioramento piuttosto notevole, gli ultimi mesi segnano un crescente inasprimento dei cambi, e la media del dicembre rispetto alla Svizzera sale a 441, cifra non mai prima raggiunta, e la sterlina tocca le 100 lire, mentre era a poco più della metà un anno prima.

Nel 1921 si verifica pure, come l'anno prima, una fluttuazione dei cambi nella primavera e in parte dell'estate, ma negli ultimi mesi dell'anno si sono raggiunti nuovamente i massimi o poco meno dei primi mesi di quel medesimo anno. E lo stesso è dire dei due anni successivi 1922 e 1923, nei quali il dollaro, ad esempio, scende a 19 lire e anche al disotto nei primi mesi, per poi risalire a 22 e a 23 lire negli ultimi.

Al principio del 1924, nel momento in cui si aggrava la crisi del franco francese e del franco belga, la lira gode un premio su entrambi, ma poi rialzato il corso del franco, il cambio con la Francia e col Belgio ritorna al livello del 1919.

Il prospetto seguente riunisce i dati per i quattro principali paesi nel periodo 1914-1924.

Media del mese di	Corso del cambio su			
	Parigi	Londra parità 25.22 1/2	Svizzera	Nuova York parità 5.18
Dicembre 1914	103.31	25.28	101.60	5.30
» 1915	112.23	30.97	123.56	6.57
» 1916	117.20	32.59	135.18	6.85
» 1917	144.87	39.56	189.90	8.29
» 1918	116.25	30.37	130.—	6.34
» 1919	121.92	50.08	241.67	13.07
» 1920	169.65	99.79	441.03	28.57
» 1921	177.10	94.00	439.85	22.70
» 1922	143.64	91.56	375.80	19.88
» 1923	121.26	100.62	402.48	23.08
» 1924	125.66	109.22	450.80	23.27

La crisi è adunque giunta a tal punto che il disaggio della valuta cartacea italiana in confronto al dollaro (considerato come oro) oscilla intorno al 340 %. Delle cause si tratterrà più innanzi.

§ 3. — I cambi in Francia.

In Francia nel periodo agosto 1914-marzo 1915 i cambi con le principali piazze estere subirono generalmente una vera disorganizzazione e una sensibile depressione. Infatti, basta confrontare

i corsi dei cambi a Parigi alle due date sopra indicate per vedere le variazioni sopravvenute:

Divise	15 Luglio 1914		31 Marzo 1915	
	Corsi	premio (+) o perdita (—) del franco per %	Corsi	premio (+) o perdita (—) del franco per %
Sterlina	25.18	+ 0.16	25.46	— 0.96
Dollaro	5.16	+ 0.44	5.30	— 2.22
Peseta	0.96 1/2	+ 3.63	1.05 4/5	— 5.48
Fiorino olandese	2.07 5/8	+ 0.34	2.10	— 0.80
Corona svedese	1.38 1/4	+ 0.45	1.32 1/2	+ 4.82
Franco svizzero	1.00 1/32	— 0.03	0.98 1/2	+ 1.52

Ridotti gli scambi con l'estero e attenuato lo sbilancio tra le importazioni e le esportazioni, la Francia, possedendo molti valori francesi dai quali ricavava interessi e profitti per cifra rilevante, vide dapprima le varie divise estere espresse in franchi fortemente deprezzate. La realizzazione dei crediti esteri divenne piuttosto difficile. I venditori di questi crediti non avrebbero potuto disfarsene se non con una forte perdita, se la Banca di Francia non fosse intervenuta come acquirente, sia per portare rimedio a quella situazione, sia per costituire una riserva di cambi, in previsione dell'epoca in cui la bilancia economica sarebbe modificata in senso sfavorevole alla Francia. In alcune settimane essa assorbì 400 milioni di crediti esteri. Mediante questa provvista,

utilizzata per la maggior parte nel primo trimestre del 1915, e mediante piccoli invii di oro, essa ha potuto mantenere il valore del franco per qualche tempo, malgrado che la bilancia dei pagamenti coll'estero fosse in deficit.

Ma in seguito la situazione subisce un completo cambiamento; i cambi della Francia con l'estero scendono sotto la pari e la perdita va aumentando sempre più. Ecco un confronto a quattro date; la prima corrisponde al momento dell'entrata degli Stati Uniti in guerra, la seconda poco dopo la fine di questa, la terza due anni dopo e la quarta alla fine del dicembre 1924:

Divise	*31 Marzo 1917*	*31 Dicembre 1918*	*31 Dicembre 1920*	*31 Dicembre 1924*
Sterlina	27.78 1/2	25.97	59.61	87.13
Dollaro	5.83	5.45	16.86 1/2	18.44 3/4
Peseta	1.267	1.09 1/2	2.27	2.57 1/4
Fiorino olandese	2.36 1/2	2.32	5.31	7.47 3/4
Corona svedese	1.76 1/2	1.59	3.36 3/4	4.98
Franco svizzero	1.15 1/2	1.13	2.57 1/4	3.59 3/4

Il miglioramento che si nota al 31 dicembre 1918 si deve all'apertura dei crediti concessi dalla Tesoreria degli Stati Uniti; cessato nel 1919 questo aiuto finanziario i cambi andarono peggiorando, attraverso varie e frequenti oscillazioni, talvolta con miglioramenti sensibili, ma transitori.

Così alla fine del febbraio 1924 il dollaro è quotato 24.27 franchi, il che rappresenta in confronto al corso medio di avanti guerra un aumento del 370.7 %. Dal febbraio alla fine di aprile il cambio con Nuova York ribassa fino a 15 franchi e mezzo, per poi risalire a quasi 19 franchi.

§ 4. — I cambi in Inghilterra.

Per l'Inghilterra ha una grande importanza il cambio con Nuova York, oltre a quelli sulle piazze europee con le quali mantiene relazioni economiche più rilevanti. Sino dalla fine del luglio 1914 si delineò la crisi dei cambi nell'Inghilterra, dove essi anzichè abbassarsi sia pure lievemente — e per l'Inghilterra il cambio *basso* è sfavorevole, perchè Londra dà il *certo* al maggior numero di piazze estere — e invece di determinare l'uscita dell'oro, salirono rapidamente.

Il meccanismo dei cambi nell'agosto 1914 fu sconvolto; la carta commerciale e bancaria inglese divenne talmente rara sui mercati esteri, che i debitori non poterono fare le rimesse necessarie. Il cambio su Nuova York salì fino a dollari 5.65, mentre la pari è a 4.86, e il 20 luglio era ancora a 4.87 ½. La causa principale fu la sospensione del credito internazionale di cui Londra era il centro. Si sono calcolate a un totale di 350 a 500 milioni

di sterline (più di 8 a 12 miliardi e mezzo di lire, alla pari) le anticipazioni fatte dalla piazza di Londra al commercio estero sotto forma di accettazioni di cambiali o di tratte finanziarie (*finance bills*) rinnovate frequentemente alla loro scadenza. Fornendo in tal modo il credito al commercio mondiale, Londra incassava interessi elevati, e con ciò stesso migliorava il suo cambio sull'estero. Ma il giorno in cui gl'inglesi ne esigerono il rimborso doveva necessariamente determinarsi una completa alterazione del cambio, perchè i debitori esteri non sapevano in qual modo liberarsi dal debito. Essi non avrebbero potuto farlo se non con rimesse su Londra o con invii di oro. Ma le rimesse su Londra erano rare alla fine del Luglio 1914 pel fatto ch'essa era creditrice e non debitrice della maggior parte delle piazze estere, cccettuata Parigi. Non consentendo più a rinnovare le tratte emesse sopra se stessa, Londra metteva i propri debitori in condizione di non poter pagare. D'altra parte gl'invii di oro erano difficili, per l'aumento considerevole delle spese di trasporto e di assicurazione. Per conseguenza il cambio su Londra doveva salire a un punto tale da diventare sfavorevolissimo per tutti i suoi debitori e questo aumento rendeva tanto più difficile il regolamento dei crediti inglesi.

Nessuno era preparato a prendere immediatamente il posto che Londra aveva lasciato con

troppa fretta, mettendo nel maggior imbarazzo anche gli altri paesi. E così col ritiro del concorso inglese dal mercato internazionale si verificò una domanda inusitata delle lettere di cambio sulla piazza di Londra nel tempo stesso in cui l'offerta si riduceva in misura notevole. I corsi dei cambi salirono gradatamente dal luglio all'ottobre 1914, provocando poi l'esportazione dell'oro.

L'Inghilterra ha cercato durante la guerra di mantenere il suo cambio alla pari, ma non vi è riuscita che per un certo tempo e dopo sforzi continui. Durante il 1915 il cambio inglese con Nuova York è andato ribassando, ma per stabilizzarsi verso la fine al corso medio di 4.74 e 5/16.

Successivamente l'Inghilterra vide aumentare in misura considerevole la eccedenza delle sue importazioni sulle esportazioni, e lo sbilancio commerciale non poteva non esercitare una dannosa influenza sui cambi. Però, è soprattutto a guerra finita che il cambio con Nuova York andò declinando sino a 3 dollari e 48 cents. (ottobre 1920) per sterlina, con una perdita quasi del 30 % circa mentre il corso più basso durante la guerra era stato di 4 dol. e 58 $^1/_4$ cents. (parità 4.867), e alla data dell'armistizio (11 novembre 1918) veniva quotato 4.76 e 9/16.

I tentativi fatti in Inghilterra per stabilizzare il cambio con Nuova York riuscirono effettivamente lungo il periodo bellico mediante i prestiti

collocati negli Stati Uniti, la vendita dei titoli americani posseduti dall'Inghilterra e la esportazione dell'oro. Dopo la cessazione degl'interventi governativi diretti a conseguire una certa stabilità nel cambio americano, la caduta del corso della sterlina in dollari è stata dal secondo semestre 1919 alla fine del 1921 quasi continua, non senza meraviglia di coloro che ritenevano permanente la stabilizzazione del cambio anglo-americano. Negli anni 1922, 1923 e 1924 essa ha avuto fluttuazioni frequenti, e la perdita della sterlina è stata al massimo del 15 % e al minimo del 3 %.[1] Per l'interesse che presentano i cambi esteri dell'Inghilterra si riporta qui il prospetto al 31 dicembre 1924 con l'indicazione dei cambi massimi e minimi durante la guerra e del loro corso alla data dell'armistizio:

[1] Cfr. ALFRED MAWAS, *Le système monetaire et le change anglais depuis la guerre* (Paris, Giard, 1921) e G. BONNET, *La politique monetaire anglaise d'après guerre* (Paris, 1923).

CORSO DEI CAMBI A LONDRA.

	Parità	DURANTE LA GUERRA		ALLA DATA DELL'ARMISTIZIO (Novembre 11, 1918)	al 31 dicembre 1924
		massimo	minimo		
Alessandria	97 1/2 Piastre.... per Ster.	—	—	97 3/8	97 7/16—97 9/16
Amsterdam	12.10 Fiorini ... »	12.20	8.97	11.46	11.67 1/2—11.68
Atene	25.22 1/2 Dramme... »	—	—	—	261—263
Belgrado	25.22 1/2 Dinari ... »	—	—	—	304—306
Berlino	20.43 Marchi ... »	—	—	—	19.86—19.88
Bombay	10 Rupie ... »	1/6	1 4	1 5 11/32	1/6 3/32 d.—1/6 5/32 d.
Bruxelles	25.22 1/2 Franchi... »	—	—	—	94.60—94.65
Buenos Aires	47.58 d. ... per Peso	—	—	51 5/16	46—46 1/8
Bucarest	25.22 1/2 Lei ... per Ster.	32	25.22	—	920—925
Canadà	4.867 Dollari ... »	5.01	4.52	4.86	4.74—4.74 1/2
Copenhagen	18.159 Corone ... »	19.68	12.75	17.85	26.82—26.85
Costantinopoli	110 Piastre ... »	—	—	—	870—878
Helsingfors	25.22 1/2 Marchi ... »	—	—	—	188—188 1/2
Hong Kong	—	3/8 7/8	1/8 3/8	3/2 1/2	2/3 5/8—2/4 7/8
Lisbona	53.28 d. ... per Milreis.	35 1/2	27 1/2	31	2 3/8 d.—2 7/16 d.
Madrid	25.22 1/2 Peseta. per Ster.	26.75	16.60	24.05	33.82—33.85
Messico	24.58 d. ... per Dollaro.	—	—	—	25—27
Montevideo	50.98 d. ... per Peso.	—	—	59 1/2	50 1/2—51
New York	4.867 Dollari... per Ster.	5.06	4.525	4.76 9/16	4.73 1/4—4.73 1/2
Oslo (Christiania)	18.159 Corone. ... »	19.63	12.65	17.54	31.33—31.37
Parigi	25.22 1/2 Franchi ... »	28.98	24.97	25.85	87.20—87.25
Praga	24.02 Corone ... »	—	—	—	156 1/2—157
Rio de Janeiro	26.93 d. ... per Milreis oro	14	11 13/16	13 15/16	5 13/16—5 15/16
Roma	25.22 1/2 Lire ... per Ster.	45.65	25.50	30.37 1/2	110.10—110.20
Shanghai	—	5/6	2/2 1/4	5/-	3/1 1/2—3/2
Sofia	25.22 1/2 Levas... »	—	—	—	640—650
Stoccolma	18.159 Corone. ... »	19.75	9.95	17.15	17.55—17.56
Svizzera	25.22 1/2 Franchi ... »	26.40	18.72	24.00	24.24—24.27
Valparaiso	13 1/2 Pesos ... »	34.60	13.80	19.30	40.40
Vienna	24.02 Corone ... »	—	—	—	333,000—337,000
Varsavia	25.22 1/2 Zlotys ... »	—	—	—	24.50—24.70
Yokohama	24.58 d. ... per Yen.	—	—	2/3	1/7 11/16 d.—1/7 13/16 d.

§ 4. — I cambi in Germania.

Nel 1913, ultimo anno normale, la Germania aveva avuto la bilancia commerciale quasi in equilibrio; 10 miliardi di marchi di merci importate e quasi la stessa somma di esportazione. Il paese traeva guadagni notevoli dalla sua marina mercantile, dalle sue grandi case di commissioni, dalle imprese fondate all'estero, dai capitali collocati nell'America del Sud e altrove. Tutto ciò fu, fino dal principio della guerra, compromesso e in parte perduto. Capitali liquidi e disponibili il 4 agosto 1914 non lo furono più poco dopo; la navigazione mercantile transoceanica si arrestò, i capitali tedeschi esistenti nei paesi della Intesa vennero bloccati, le proibizioni di pagamento al nemico che furono subito emanate resero non più riscuotibili forti crediti, il cui totale ammontava a parecchie centinaia di milioni. Ma soprattutto il mezzo principale che serviva alla Germania per pagare le sue importazioni scomparve a poco a poco, ossia l'esportazione andò decrescendo e la Germania soffrì, più ancora che della difficoltà di importare, della impossibilità di esportare.[1] La conseguenza inevitabile di questo stato

[1] « Au cours des trois années 1915, 1916 et 1917, les importations se seraient élevées respectivement a 7,1 mil-

di cose non tardò a manifestarsi. Ben presto la sproporzione fra l'entrata e l'uscita delle merci determinò una sproporzione parallela tra le riserve finanziarie di cui il paese disponeva e i bisogni di danaro sorti dalla guerra. Gli alleati dell'impero germanico non erano paesi ricchi. L'uno dietro l'altro, l'Austria, la Turchia, la Bulgaria dovevano ricorrere a Berlino per ottenere prestiti, armi, munizioni, materiali. Dopo ciascuno di questi soccorsi, l'abisso delle spese si spalancava sempre più temibile, e il marco declinava.

Fu soltanto verso la fine del 1916 che gli ambienti prussiani tedeschi cominciarono a preoccuparsi seriamente del cambio del marco sulle piazze neutrali. Prima il ribasso del marco era stato frenato parzialmente mercè gli sforzi compiuti in questo senso dalla Banca dell'Impero. Ma successivamente la situazione subì una profonda modificazione. Il premio del dollaro che era stato nel dicembre 1914 dell' 8,6 %, nello stesso mese nel 1915 saliva a 25,1 %, nel 1916

---

lions de marks ; à 8 et à 7,1 ; — les exportations a 3,1 ; 3,8 et 3,4 milliards. Les déficits commerciaux correspondants atteignent ainsi 4 milliards en 1915 ; 4,6 en 1916 et 3,7 en 1917.

« Que sont ces chiffres compares aux déficits français ou anglais qui s'élèvent les premiers a 8, 14 et 22 milliards de francs ; les seconds à 10, 11 et 13 ? » (Rist, *Les finances de guerre de l'Allemagne*, pag. 177, Paris, 1921).

a 31,7 %, nel 1917 scendeva a 21,2 % e nell'ottobre 1918, alla vigilia dell'armistizio, risaliva a 65,8 %. Durante il 1919 il deprezzamento del marco, attestato dal rialzo del dollaro, è continuo. Nel dicembre di quell'anno il dollaro è quotato 48 marchi e mezzo, mentre la parità è di 4 marchi 198. Il 1920 è contraddistinto da movimenti in senso opposto, ma assai accentuati; nel gennaio il dollaro aumenta a 83 marchi 40, nel febbraio a 100 marchi 50; poi si determina un ribasso, così che nel giugno è a 38 marchi 50. Di nuovo la corrente al rialzo domina sino alla fine di quell'anno e il dollaro è quotato 73 marchi 37, corso del cambio che nel gennaio 1921 scende a 60,50 e poi, attraverso oscillazioni varie, lo troviamo nel giugno a 75,15 e nel novembre a 245 marchi. Si notano in seguito, frammezzati da un leggero aumento, due movimenti verso il ribasso, cui succede l'ascensione quasi ininterrotta del corso del dollaro. Al principio del 1923 si nota un effimero ribasso cui segue una discesa precipitosa del cambio fino al momento in cui, nel novembre, l'adozione di un nuovo sistema monetario, sulla base del *Rentenmark*, conduce alla stabilizzazione.

La rivista *Wirtschaft und Statistik* (n. 20 del 1923) ha pubblicato questa tabella per indicare il deprezzamento del marco:

Un marco-oro = marchi-carta	Data	Marchi per un dollaro	Periodo di
1	luglio 1914	4.19	—
10	genn. 1920	41.98	66 mesi
100	3 luglio 1922	420.00	30 »
1.000	21 ottob. »	4.430	108 giorni
10.000	31 genn. 1923	49.000	101 »
100.000	26 luglio »	760.000	176 »
1.000.000	8 agosto »	4.680.000	13 »
10 000.000	7 sett. »	53.000.000	30 »
100.000.000	3 ottob. »	440.000.000	26 »
1.000.000.000	11 » »	5 060.000.000	8 »
10.000.000.000	22 » »	40.000.000.000	11 »
100 000.000.000	3 nov. »	420.000.000.000	12 »
1.000.000.000.000	20 » »	4.200.000.000.000	17 »

Qui si vede entro quanto tempo è avvenuto che si decuplicasse il corso del dollaro in marchi-carta; e quale fosse il ragguaglio alle stesse date fra il marco-oro e i marchi-carta; si può vedere pure come il movimento verso il deprezzamento venisse accelerandosi così che per un aumento del decuplo bastavano nel 1923 pochi giorni, là dove negli anni anteriori occorrevano dei mesi. Quando interviene nella circolazione il marco-rendita occorrono 4200 miliardi di marchi-carta per un dollaro. Durante i diciassette giorni che precedettero la stabilizzazione, il prezzo del marco-oro in marchi-carta era trascinato in una ascensione vertiginosa con una velocità media di 36.764,707 marchi-

carta al minuto primo e di 612.745 marchi-carta al minuto secondo.[1]

Per seguire le varie fasi della rovina del marco-carta si vegga la seguente tabella relativa al corso del marco sulla piazza di Zurigo dal giugno 1919 alla fine del 1923:

Corso del marco a Zurigo:

30 giugno 1919	fr.	39.—	per	100 marchi
30 giugno 1920	»	14.25	»	» »
30 giugno 1921	»	7.80	»	» »
30 giugno 1922	»	1.40	»	» »
15 genn. 1923	»	4.70	»	10.000 marchi
15 aprile 1923	»	2.58	»	» »
15 maggio 1923	»	124.—	»	1 milione marchi
15 sett. 1923	»	0.04 5/8	»	1 » »
15 ott. 1923	»	1.—	»	1 miliardo »
15 nov. 1923	»	1.25	»	1 trilione »
15 dic. 1923	»	1.25	»	1 » »

Questo stato di cose è una conseguenza degli eccessi della inflazione cartacea, al qual proposito è di non poco interesse ciò che si legge nel resoconto della *Reichsbank* presentato il 5 luglio 1924 all'assemblea generale degli azionisti. « Durante il 1923 il marco tedesco perdette quasi comple-

[1] *Enquête sur la production.* Rapport général, tome III, pag. 729 (Paris, 1924).

tamente, nel corso della funesta inflazione, la sua capacità di servire da mezzo di pagamento nelle transazioni con l'estero; nel traffico interno non soltanto divenne pure sempre più improprio ad adempiere alla sua funzione di strumento di conservazione dei valori e di misura dei valori, ma finì anche per essere inutilizzabile in numerosi casi come strumento di scambio e come mezzo di pagamento. La velocità di circolazione degli strumenti di pagamento in marchi si era febbrilmente accelerata, del *notgeld* (monete emesse da altri enti) era stata fatta una emissione abbondante e varia in modo inconcepibile da autorità pubbliche e da privati. Gli ambienti economici privati, erano stati costretti a fare contratti d'ogni specie non più in marchi, ma sulla base di altri valori (merci negoziabili, divise, metalli preziosi, ecc.). Il disordine monetario aveva veramente delle ripercussioni disastrose: esso paralizzava il commercio e gli affari e conduceva tutta l'economia tedesca a una completa rovina.[1]

Fu allora che l'ordinanza del 15 ottobre 1923 creò il *Rentenmark* e con esso si ebbe il miglioramento nella situazione e la stabilizzazione della moneta.

Data la condizione monetaria e finanziaria del Reich, non si poteva pensare a creare una moneta

[1] Citato nella *Revue Economique Internationale* di Bruxelles, agosto 1924, pag. 367.

nuova con l'aiuto dell'estero o sulla base dell'oro, che era scomparso; si ebbe così l'idea di ricorrere al solo credito interno facendo appello alla collaborazione di tutta l'economia nazionale.

Ed è giusto riconoscere che senza aspettare la soluzione della questione delle riparazioni, venuta poi col piano Dawes, con i suoi soli mezzi la Germania ha fatto il primo passo verso il ritorno al tipo aureo.

Il progetto della Rentenbank, presentato dal defunto ministro di Stato Karl Helfferich al gabinetto Cuno, fu sanzionato, come si è detto, con l'ordinanza del 15 ottobre 1923 e l'emissione dei nuovi biglietti cominciò esattamente un mese più tardi. Nelle sue grandi linee, ecco in che consiste la Rentenbank, il cui scopo era quello di alleviare le finanze del Reich e di mettere in circolazione una moneta stabile; ma di carattere semplicemente provvisorio. Essa è un istituto autonomo, avente il capitale di 3200 milioni di marchi-rendita, capitale non effettivamente versato, ma garantito da un'ipoteca legale in marchi oro sui beni fondiari, le imprese industriali e commerciali e le banche (ipoteca corrispondente al 4 % del loro valore globale soggetto all'imposta). L'ipoteca che investe così tutta la nazione, porta l'interesse del 6 % l'anno a favore della *Rentenbank*. Si era pensato veramente a una garanzia o copertura dei biglietti in merci (segala, potassa, car-

bone, ecc.) in mancanza dell'oro e di divise, ma vi si rinunciò, per non immobilizzare dei prodotti assolutamente indispensabili. I 3200 milioni della Banca costituiscono in sostanza un credito sulla base del quale sono emessi i marchi-rendita. I proprietari fondiari e i capi d'imprese riconoscono questo credito con la consegna alla banca di ipoteche o di obbligazioni, a meno che si liberino dall'impegno versando oro o monete straniere. I biglietti non hanno corso legale, ma devono essere accettati dalle casse pubbliche; possono essere cambiati ad ogni momento contro titoli di rendita di 500 marchi-oro emessi dalla Rentenbank, portanti l'interesse del 5 % l'anno, il che lascia a quest'ultima un margine di utile dell' 1 %.

Quanto ai biglietti emessi dalla Rentenbank, che ha relazioni solo col Reich, con la Reichsbank e le banche private di emissione (cioè quelle del Baden, della Baviera, della Sassonia e del Wurtemberg), essi devono permettere di concedere: *a*) al Reich un credito massimo di 1200 milioni di marchi-rendita, di cui 300 milioni senza interesse, pel rimborso di buoni del Tesoro scontati dalla Reichsbank e il resto, cioè 900 milioni, al 6 % l'anno; *b*) un credito alla Reichsbank e alle banche private di emissione di 1200 milioni di marchi-rendita al massimo.

Dal giorno in cui venivano messi in circolazione i marchi-rendita doveva cessare la emissione dei

marchi-carta della Reichsbank, la quale non poteva più scontare buoni del Tesoro. Il marco-carta finì per stabilizzarsi nel suo valore sulla base di 1 trilione (secondo la terminologia tedesca un bilione, ossia mille miliardi) di marchi-carta per 1 marco-rendita, mentre il cambio si era fatto dapprima sulla base di 630 miliardi. Il credito di 1200 milioni di marchi-rendita messo a disposizione del Reich era già esaurito alla fine di dicembre 1923 e non è stato aumentato. Anzi nel gennaio 1924, il Reich ha potuto rimborsare 100 milioni sui 1200 già avuti. Il Reich ha rimborsato pure i buoni del Tesoro che la Reichsbank gli aveva scontati; fino dal 22 dicembre 1923 questi buoni del Tesoro erano scomparsi dal bilancio della banca, mentre il 15 novembre raggiungevano ancora la somma fantastica di 191 quintilioni di marchi, o trilioni, secondo i tedeschi, rimborsati in ragione di 1 trilione di marchi-carta (1.000.000.000.000) per 1 marco-rendita.

Il marco-rendita è adunque una moneta provvisoria il cui valore è eguale a quello del marco-oro che corrisponde a 1/2790 di chilogrammo d'oro fino. Nella mente di coloro che ne sono stati gl'ideatori, esso doveva permettere al Reich di « respirare » durante il periodo transitorio, di liberarsi del suo debito verso la Reichsbank, e finalmente doveva essere una moneta stabile. Esso in realtà non è altro che una prima tappa verso

la vera moneta aurea. La sua base riposa sulla fiducia del pubblico tedesco; se essa venisse scossa tutto l'edificio rischierebbe di crollare. È rimborsabile non già in oro o in divise, ma in titoli di rendita-oro 5 %; la copertura dei biglietti non è adunque liquida. Sinora il cambio dei biglietti contro i titoli di rendita 5 % è stato assai limitato, e questo proverebbe che la fiducia del pubblico è intatta, oppure che i marchi-rendita sono stati poco tesaurizzati. E veramente una emissione di 3200 milioni per una popolazione di 60 milioni di abitanti non è eccessiva, al contrario può essere insufficiente.

Il marco-rendita ha avuto dunque un successo effettivo, sebbene la sua base sia per certi aspetti piuttosto fragile.[1] Quanto agli effetti ch'esso ha prodotto, devesi rilevare che all'estero il cambio su Berlino è migliorato, la circolazione ha una minore velocità, i prezzi di vendita non si modificano più da un'ora all'altra ed hanno avuto una sensibile diminuzione. Dalla fine di novembre 1923 alla metà di gennaio 1924 i prezzi all'ingrosso dei principali prodotti sono scesi in media dal 15 al 20 %, e si sono avvicinati a quelli del mercato mondiale. E la stabilizzazione del marco ha per-

[1] Sulle cause del successo del marco-rendita, si vegga la pubblicazione del Dott. JEAN LUPOLD, *Changes dépréciés et assainissement monétaire* (Zurigo, 1924).

messo di eseguire nuovamente i calcoli sul rendimento, sulle spese di fabbricazione, di stabilire i salari e le rimunerazioni fisse, ecc., il che era diventato impossibile con una moneta il cui valore variava da un momento all'altro.

Per condurre più innanzi l'opera intrapresa della stabilizzazione del marco è stata istituita il 7 aprile 1924 la *Golddiskontbank*, la quale ha cominciato le sue operazioni il 16 dello stesso mese a Berlino. Essa ha il capitale di 10 milioni di lire sterline e si propone di fornire le divise di cui il paese ha bisogno facendo appello al capitale estero. Essa è in realtà una banca di credito che emette biglietti in lire sterline per un ammontare massimo di 5 milioni di sterline, la cui garanzia consiste sino al 50 % in oro o in divise a breve scadenza e il resto è formato da effetti scontati e da *chèques* sull'estero. Tali biglietti non hanno corso legale nemmeno per le casse pubbliche, sono però cambiabili a vista in assegni su Londra o in biglietti della Banca d'Inghilterra. I suoi statuti le vietano di concedere anticipazioni al Reich o ad altri enti pubblici. Con l'aiuto di capitali e di crediti esteri per una parte e per l'altra facendo appello alle riserve d'oro che si trovano in Germania, essa deve soddisfare le domande di credito all'interno del paese, non potendo bastare la Rentenbank.

Accanto alla sterlina, i cambi di altri paesi potranno formare oggetto di operazioni nella misura in cui quei paesi concederanno dei crediti; ed è già intervenuto un accordo con un gruppo americano che ha consentito un credito di sconto fino a 25 milioni di dollari. Con la Svizzera il contratto per lo sconto si riferisce a 25 milioni di franchi, con l'Inghilterra a 5 milioni di sterline. La *Golddiskontbank* disponeva così di un credito internazionale di 220 milioni circa di marchi-oro.

Finalmente è da menzionare la *Goldnotenbank* contemplata nel piano Dawes, che doveva sorgere con un capitale di 400 milioni di marchi-oro. Ma successivamente al progetto della commissione, pubblicato ai primi di aprile, nelle riunioni di Londra dell'agosto è stato conchiuso un accordo relativo all'equilibrio del bilancio, alla stabilizzazione della moneta, alla creazione della nuova Reichsbank e alla costituzione della Compagnia delle strade ferrate del Reich. Secondo le decisioni prese a Londra, il Reichsmark sarà l'unità monetaria-oro con lo stesso contenuto di metallo fino del vecchio marco; il cambio si farà in ragione di un marco-oro per un bilione di marchi-carta (bilione tedesco). Si è rinunciato a creare una nuova banca di emissione, trasformando invece la Reichsbank, il cui capitale sarà al minimo di 300 milioni, al massimo di 400 milioni di Reichsmark; la garanzia o copertura dei biglietti è fis-

sata al 40 % in oro e divise, al 60 % in effetti di commercio scontati e in chèques. Pel rimanente, il progetto primitivo della Banca di emissione corrisponde nelle grandi linee con quello che è stato adottato a Londra.

La crisi dei cambi in Germania verrebbe così risoluta, s'intende dopo aver fatto subire ai detentori dei marchi-carta peripezie veramente rovinose.

§ 6. — I cambi in Austria.

Anche l'Austria è pervenuta alla fase della stabilizzazione della sua valuta cartacea. I dati che si posseggono sul corso del dollaro nell'antica Austria-Ungheria vanno sino alla fine del secondo trimestre del 1917. A quest'epoca il dollaro che alla pari valeva 4,935 corone, era quotato 8,56. Il premio era quindi del 72,8 %. Nel maggio 1919 il dollaro era già salito a 24,14, nel dicembre dello stesso anno a 149,35, nel febbraio 1920 a 262,61. Si osserva allora per parecchi mesi la tendenza al miglioramento del cambio austriaco rispetto al dollaro; nel giugno 1920 è quotato 144,33 corone.

Ma in seguito il rialzo ricomincia e non è interrotto che da brevi fluttuazioni. Nel marzo 1921 raggiunge 714,57 corone, scende a 649,50 nell'aprile, a 579 nel maggio, ma alla fine di dicem-

bre è 6269,67, alla fine di agosto 1922 è quotato 77,600 corone, ossia l'aumento in confronto alla pari è di 1.566.000 per cento.[1]

Quando il 31 maggio 1922 il dott. Seipel accettò di assumere la direzione del governo le condizioni generali del paese erano assai critiche. Il corso della corona austriaca a Zurigo era di 3 centesimi per 100 corone, un anno dopo bisognava calcolare il corso per *un milione* di corone; ed esso era di 79 franchi svizzeri, cifra che salvo lievi oscillazioni è anche quella del 1924.

La prima cosa da fare era quella di creare una banca di emissione, e mercè gli sforzi del dott. Seipel la Banca Nazionale d'Austria potè essere organizzata e funzionare col 2 gennaio 1923. Portata la questione della ricostruzione finanziaria dell'Austria dinanzi alla Società delle Nazioni, fu stabilito non solo di fermare la inflazione cartacea, ma di sottoscrivere un prestito di 650 milioni di corone-oro per fornire all'Austria i capitali necessari a fronteggiare i disavanzi nel periodo di transizione che doveva chiudersi col 31 dicembre 1924.

Nel protocollo di Ginevra del 4 ottobre 1922, i governi inglese, francese, italiano e cecoslovacco hanno dichiarato di garantire quel prestito. Dopo

---

[1] *Enquête sur la production.* Rapport général, tome III, pag. 729.

d'allora la ricostruzione dell'Austria ha fatto rapidi progressi.

L'organizzazione della Banca Nazionale dell'Austria è stabilita dalle leggi 24 luglio e 14 novembre 1922. Essa è stata costituita col capitale intieramente sottoscritto di 30 milioni di corone-oro ed è successa alla antica Banca di emissione austro-ungarica e alla Centrale delle divise austriache.[1] Il privilegio dell'emissione è concesso fino al 31 dicembre 1942; i suoi biglietti hanno potere liberatorio legale e devono avere la copertura in metalli preziosi, divise e cambiali di banca.

Nel novembre 1922 il sistema monetario dell'Austria era stato fondato sulla corona-carta, con base aurea fittizia perchè la corona-carta aveva essa sola potere liberatorio legale. In seguito la legge del 22 dicembre 1923 ha modificato questo stato di cose; infatti lo scellino d'argento, la cui coniazione era prevista da quella legge, ha potere liberatorio illimitato tanto nelle transazioni fra privati, quanto per i pagamenti alle casse pubbliche, e questo malgrado che esso sia considerato come una moneta divisionaria. Vi è in ciò,

---

[1] Intorno alla liquidazione della Banca Austro-Ungarica, vedasi nella *Revue des Sciences politiques* (aprile-giugno 1923), la conferenza di M. de Monès del Pujol, liquidatore della Banca stessa.

evidentemente, una contraddizione e non è da stupirsi se il testo della legge ha fatto nascere la supposizione, smentita del resto nelle alte sfere, che l'introduzione dello scellino potrebbe preparare il passaggio al tipo monetario d'argento e a una svalutazione della moneta esistente. La coniazione è limitata a sei scellini per abitante, e il valore nominale è fissato a 11.000 corone-carta.

L'introduzione dello scellino d'argento ha per l'Austria un significato importante: esso permette di fare i calcoli nuovamente con cifre comprensibili, mentre il periodo della inflazione aveva abituato a numeri che si potrebbero qualificare astronomici; lo spirito del risparmio vi avrà molto da guadagnare. Il fatto che lo scellino si compone di 4/5 d'argento e di 1/5 di rame, cioè ch'esso contiene soltanto l' 8 per cento d'argento fine, contribuirà senza dubbio a mantenere la nuova moneta in circolazione, perchè il tesoreggiamento e la industria non avrebbero vantaggio a servirsene.[1]

---

[1] LUPOLD, op. cit., pag. 60. Vedasi pure il recente libro di J. VAN WALRÈ DE BORDES, *The Austrian Crown*, London King, 1924.

Nel ventiquattresimo rapporto del Commissario generale della Società delle Nazioni per l'Austria, in data 31 dicembre 1924, si legge (pag. 8): « Il Governo ha depositato, il 12 dicembre, al Parlamento un progetto di legge sull'adoziono del *schilling* come unità di calcolo. Questo progetto ha una importanza monetaria maggiore di quella che sembrerebbe indicare il suo titolo; esso non stipula soltanto, infatti,

L'Austria ha superato la gravissima crisi dalla quale era stata colpita in seguito allo smembramento del vecchio impero; la sua valuta si è stabilizzata, e la sua vitalità economica è stata ricuperata. Ciò si deve a un complesso organico di provvedimenti finanziari che hanno avuto una rigida applicazione. Ma anche in Austria la crisi dei cambi ha prodotto profonde perturbazioni e sofferenze infinite.

§ 7. — I cambi in Ungheria.

Il cambio dell'Ungheria ha subíto la stessa sorte che ha colpito quelli degl'imperi centrali. Tuttavia il suo cambio è rimasto costantemente superiore a quello della corona austriaca fino al momento in cui, nel marzo 1924, i valori delle

---

l'obbligo per le casse pubbliche e l'autorizzazione per i privati di stabilire, a partire dal 1 gennaio 1925, i conti in *schillings*, cioè in unità di 10.000 corone, ma fissa anche un rapporto tra il *schilling* e grammi 0.21172086 di oro fino, prepara la emissione di monete d'oro di 100 e di 25 *schillings* al titolo di 900 millesimi e modifica le regole precedentemente stabilite per l'emissione delle monete d'argento ». Questo progetto, che secondo le intenzioni del Governo Austriaco, dovrebbe servire a stabilire una parità tra la corona e un certo peso d'oro, e incoraggiare alla introduzione dei bilanci in valuta aurea, ha sollevato varie critiche, ma è stato approvato il 20 dicembre u. s., con l'obbligo per tutte le amministrazioni pubbliche di tenere i conti in *schillings* a partire dal 1° luglio 1925.

due divise s'incontrano. Infatti a quella data *un milione* di corone ungheresi valgono franchi svizzeri 80, come, o quasi, un milione di corone austriache. Poi si nota un ribasso in luglio e in settembre. Un piano di ricostruzione elaborato dalla Società delle Nazioni e discusso a Londra al principio del 1924 con i rappresentanti dell'Ungheria prevedeva nelle sue grandi linee la stabilizzazione della corona, la creazione di una Banca d'emissione indipendente, il ristabilimento dell'equilibrio finanziario nel giugno 1926, l'emissione d'un prestito di ricostruzione di 250 milioni di corone-oro e infine la moratoria di due anni in favore dell'Ungheria per ciò che si riferisce ai pagamenti in conto riparazioni.

La Banca Nazionale dell'Ungheria ha aperto i suoi sportelli il 24 giugno 1924; il suo scopo è di stabilizzare la corona e preparare la riforma monetaria avente per base l'oro; per ora i biglietti della Banca sono a corso forzato. Il capitale della Banca è di 30 milioni di corone-oro intieramente sottoscritto. La copertura metallica dei biglietti deve essere del 20 % durante i primi cinque anni, del 24 % nei cinque successivi, poi del 28 % e da ultimo del 33 1/3 % fra quindici anni.

Nell'attesa della emissione del prestito di 250 milioni di corone-oro della Società delle Nazioni, l'Ungheria è stata obbligata di ricorrere a un prestito forzoso interno che ha prodotto circa 450 mi-

liardi di corone-carta. Così l'inflazione potè essere arrestata a partire dal 1° aprile u. s. Si annuncia ora che la Banca Nazionale dell'Ungheria ha adottato la sterlina come base del calcolo, invece del dollaro, e ciò perchè la maggior parte del prestito internazionale è inscritto in sterline. I provvedimenti per la stabilizzazione sarebbero anch'essi basati sulla sterlina e in seguito ad accordi con la Banca d'Inghilterra si mirerebbe a mantenere il cambio al livello di circa 350.000 corone per una lira sterlina.

§ 8. — I cambi in Polonia.

Il marco polacco ha subíto un persistente deprezzamento, sopratutto a partire dalla fine del 1919.

Infatti il dollaro era quotato nei mesi d'aprile e maggio di quell'anno tra 15 e 16 marchi, mentre nel dicembre è già salito a 111,25 e un anno dopo lo troviamo a 620 marchi. Nel dicembre 1921 è quotato 2900 marchi, un anno dopo 17.700, ma sopratutto nel 1923 il rialzo riprende con una velocità impressionante così da raggiungere nel dicembre i 6.400.000 marchi, mentre nel luglio il dollaro era quotato 195.000 marchi. Il Governo si decise allora a calcolare le imposte sulla base dell'oro a cominciare col 1° gennaio 1924, e il

cambio è stato stabilizzato a partire dal 7 febbraio e mantenuto al livello fissato in 9.300.000 marchi. In seguito, il bilancio raggiunse il suo equilibrio; anzi nel marzo le entrate superavano le spese, risultato certo parziale, che ha un significato relativo dovendosi considerare non un mese, ma un esercizio completo; risultato tuttavia non trascurabile, quando si considera che nel 1923 le entrate sono state di 366 milioni di franchi oro e le spese di 962 milioni, quindi il deficit ammontava a 596 milioni.

Questo risultato si deve a varie cause: al prelevamento in franchi oro sulla ricchezza dei cittadini, al prestito interno in dollari, e al prestito italiano di 400 milioni di lire. Migliorate le condizioni finanziarie si pensò alla riforma monetaria col proposito di sostituire la carta deprezzata. Il 15 aprile 1924 un'ordinanza governativa ha creato lo *zloty* il cui valore è uguale a un franco-oro. Così è scomparsa l'unità monetaria (il marco) che era stata introdotta dalla Germania durante la occupazione del territorio polacco. In pari tempo, (28 aprile) la Banca di Polonia (Bank Polski), società per azioni, ha succeduto alla «Cassa territoriale di prestiti» che era stata istituita durante l'occupazione tedesca; questa Cassa territoriale le cui funzioni erano quelle d'una banca di emissione, doveva entrare immediatamente in liquidazione.

Lo *zloty* contiene 9/31 gr. d'oro fine; devono essere messi in circolazione pezzi d'oro di 100, 50, 20 e 10 zloty, pezzi d'argento di 5, 2, 1 e ½ zloty al titolo di 9/10, di nichelio da 20 e 10 *groschen* (1 zloty = 100 groschen) e ancora monete di bronzo da 5, 2 e 1 groschen. Le monete d'oro sono composte di 900 parti d'oro e 100 di rame; un chilogrammo di questa pasta metallica dà 3100 zloty. Non possono essere coniati che 8 zloty d'argento per abitante e così pure solo 4 zloty di monete di nichelio e di bronzo per abitante. La coniazione dell'oro è illimitata, e siccome nessuna moneta d'argento ha potere liberatorio illimitato così la Polonia è ritornata al monometallismo aureo. L'emissione dei nuovi biglietti è stata affidata alla *Bank Polski* il cui capitale di 100 milioni di zloty è stato sottoscritto il 31 marzo 1924 e versato in oro, divise e biglietti esteri. La copertura dei biglietti consiste in oro e divise estere e deve essere al minimo del 30 % dei biglietti in circolazione, i biglietti devono poi essere garantiti per il rimanente da effetti di commercio e da argento calcolato al prezzo dell'oro.

Il 1° giugno 1924 il Tesoro polacco ha cominciato il cambio dei marchi vecchi sulla base di 1.800.000 marchi per un zloty; il termine concesso per il cambio cessa col 31 maggio 1925 e i pagamenti in marchi polacchi alle casse del Tesoro sono stati ammessi sino al 30 novembre 1924. A

partire dal 1° luglio 1924 il marco polacco ha cessato di essere moneta legale.[1] Anche per questo paese si tratta adunque di una moneta destinata a facilitare il ritorno al tipo aureo.

§ 9. — I cambi in Russia.[2]

Le strabocchevoli emissioni di carta moneta hanno presso che distrutto il sistema monetario della Russia, qual'era avanti la guerra. A Mosca un rublo-oro valeva 21 rubli-carta il 1° gennaio 1918, quattro anni dopo occorrevano 290.000 rubli-carta, al 1° gennaio 1924, 5 miliardi e mezzo, il 9 marzo 96,3 miliardi di rubli-carta per uno d'oro. Fino dal 12 ottobre 1921 l'Assemblea del Consiglio dei Commissari del popolo della R. S. F. S. R. decise la creazione di un organismo centrale di credito per la Repubblica, cioè della Banca di Stato. Questa decisione presa alla fine del quarto anno di esistenza dello Stato Soviettista era una conseguenza diretta della nuova politica economica

[1] LUPOLD, op. cit., pag. 53.

[2] Per la Russia, si veda M. BERNATZKY, *Le problème de la circulation monétaire de la Russie*, nel volume « La dette publique de la Russie » (Paris, Payot, 1922, pag. 163 e seg.); E. GORDON, *La réforme monétaire dans la Russie des Soviets*, con prefazione di C. GIDE, Paris, J. Povolozki e C., 1924; e la recente pubblicazione *Russian Currency and Banking*, 1914-1924, by *S. S. Katzenellenbaum*, (London, King, 1925).

(designata con la parola *Nep*). Quando questa fu inaugurata le condizioni finanziarie della Repubblica erano le più disastrose; e ad esse si faceva fronte con la emissione di carta-moneta, il cui potere d'acquisto, secondo l'economista russo Zagorski, si era ridotto nel 1918 di 1/62 del suo valore nominale, nel 1919 di 1/605, nel 1920 di 1/6290, nel 1921 di 1/40304. L'inflazione spaventosa e assurda, così da raggiungere nel 1921 i 16 trilioni, aveva per causa determinante i disavanzi del bilancio (che nel solo 1920 si ragguagliava a un trilione), disavanzi derivanti dall'industria nazionale che lavorava a perdita. La nazionalizzazione delle imprese fu iniziata nel giugno 1918 e andò estendendosi a poco a poco, così da sostituire il regime caotico del controllo operaio dei « Zavkom », o comitati di officina. Nel 1921 la carestia ha straziato la Russia in modo spaventoso. Il governo dovette poi rinunciare all'applicazione del principio collettivista puro, e ritornare all'economia monetaria, che in *parte notevole* era stata abbandonata anche pel deprezzamento continuo del rublo-carta. E quando nel 1922 il Governo dei Soviety è entrato per la prima volta in relazione con i Governi dell'Europa occidentale s'impose qualche provvedimento che valesse a migliorare la condizione monetaria del paese. La prima idea che gli venne fu questa di cercare di stabilizzare la moneta esistente, il rublo dei Soviety. A questo scopo esso

ricorse a una bancarotta parziale, col dichiarare che 10.000 rubli antichi equivalevano a un rublo del 1922 (e più tardi 100 rubli del 1922 sono stati dichiarati equivalenti a 1 rublo del 1923). Questa riforma non diede i risultati attesi; essa doveva essere inefficace per i termini stessi della equivalenza, non conforme al deprezzamento effettivo del rublo-carta. Allora fu deciso di abbandonare il rublo dei Soviety alla sua sorte e di creare accanto a quello una moneta stabile valendosi della Banca di Stato, che poteva divenire la Banca di emissione della repubblica. Nell'estate 1922 il ribasso del rublo si arresta, ma poi riprende nell'autunno con moto veloce. La Banca di Stato emette i suoi primi biglietti nel dicembre di quell'anno. Da allora l'emissione è andata progressivamente aumentando, come può vedersi da queste cifre:

1° dicembre	1922	200.000	cervontzy.
1° gennaio	1923	1.113.000	»
1° aprile	»	4.500.000	»
1° luglio	»	9.600.000	»
1° settembre	»	18.400.000	»
1° ottobre	»	23.500.000	»
1° dicembre	»	26.776.000	»
1° gennaio	1924	28.000.000	»
1° marzo	»	32.800.000	»
1° giugno	»	36.700.000	»

Il *cervonetz* (plurale *cervontzy*) è equivalente a 10 rubli d'oro. Questo biglietto di banca ha preso un posto sempre più importante nella circolazione monetaria della Russia. Le imposte e tasse, siano esse esigibili in oro o in segni monetari sovietisti, possono essere pagate in cervontzy, secondo il loro valore nominale (1 cervonetz = 10 rubli-oro), o in rubli-carta secondo il corso del giorno.

Così il cervonetz ha ucciso il rublo-carta, coll'accelerarne la sua caduta. La moneta sovietista valeva 100 milioni di rubli-oro al 1° dicembre 1922; un anno dopo il suo valore era sceso a 57,1 milioni, nonostante le forti emissioni dei mesi di ottobre-novembre. Il cervonetz che valeva 175 rubli del 1923 (1 rublo del 1923 = 1.000.000 di rubli antichi) al principio di quell'anno, valeva 98.000 rubli il 6 febbraio del 1924, quando il Governo dei Soviety portava a compimento la sua riforma monetaria. La massa monetaria sovietista non cessava di diminuire di valore malgrado la quantità enorme di carta emessa (e potrebbe dirsi anzi a causa di essa); al 1° febbraio 1924 il suo valore non sorpassava i 15 milioni di rubli-oro contro cento milioni circa nel febbraio 1923.

La riforma organica cominciò il 5 febbraio con un decreto del Consiglio dei Commissari del Popolo e del Comitato Centrale esecutivo sulla emissione di biglietti del Tesoro di uno, tre e cinque rubli-oro, e fu compiuta il 7 marzo col decreto che

ordina il riscatto degli antichi biglietti soviettisti. La riforma è stata compiuta in trenta giorni, e in questo periodo di tempo si hanno numerosi testi di legge che regolano la riforma in tutti i suoi particolari.

Viene adottato il monometallismo aureo, sistema tradizionale della Russia fino dalla riforma del conte Witte. I nuovi biglietti rappresentano rubli-oro ; è stabilita poi la coniazione di monete d'argento e di rame con potere liberatorio limitato.

Il corso pel riscatto dei rubli antichi è stato fissato dal decreto del 7 marzo a 50.000 rubli sovietisti per un rublo nuovo, ossia 500.000 rubli per un cervonetz.[1]

Vi sono adunque in Russia i biglietti della Banca di Stato, i *cervontzy*, il cui ammontare secondo la situazione alla data del 1° Gennaio 1925 era di oltre 59 milioni e mezzo c i buoni o biglietti del Tesoro che costituiscono una sottodivisione del cervonetz, essendo solo di 5, 3 e 1 rubli-oro, mentre il cervonetz è pari a 10 rubli-oro. Quanto alla antica moneta dei Soviety, la sua validità era stata prolungata sino al 31 maggio. Vi è poi la moneta d'argento, che la popolazione ha la tendenza a mettere da parte, essendo anche di valore

---

[1] Per maggiori particolari, vedi GORDON, op. cit., cap. V, e LUPOLD, op. cit., pag. 40 e seg.

unitario più piccolo di quello del cervonetz. Dal fatto che vi sono queste diverse monete deve forzatamente risultare una certa confusione, secondo il grado di fiducia attribuito a quei vari mezzi di pagamento. Si è assistito infatti, a questo spettacolo curioso, scrive il dott. Lupold: «i grossi affaristi trattano in cervontzy, il commercio al minuto mediante i rubli-merci fittizi, mentre i contadini reclamano il versamento di valute metalliche in cambio del loro grano. Vi è forse da stupirsi, in tale stato di cose, di vedere i nuovi buoni della tesoreria godere poco favore? Questo è tanto vero, che ancora di recente bisognava dare 2 rubli e mezzo in buoni del tesoro per avere un rublo metallico. È dunque lecito restare scettici quanto al successo della riforma monetaria. Che cosa pensare infatti di un biglietto nuovo che appena emesso si deprezza in confronto alla moneta metallica? Non bisogna quindi meravigliarsi troppo di vedere il tesoreggiamento della moneta d'argento in virtù della ben nota legge di Gresham; ma allora il risultato di tutta la riforma non sarebbe stato che la ripetizione della politica d'inflazione, il che non potrebbe essere considerato come un brillante successo».

Parte Terza.

CARATTERI, CAUSE ED EFFETTI DELLA CRISI DEI CAMBI.

§ 1. — Caratteri della crisi.

Ciò che colpisce maggiormente nella crisi presente dei cambi è la sua intensità ed estensione. Infatti, la perdita che hanno subíto o subiscono le valute cartacee di vari paesi in confronto alla moneta aurea è di una entità così grande che mai si ebbe un fenomeno eguale di svalutazione. La Russia, la Polonia, la Germania, l'Austria raggiunsero, come si è veduto, il massimo della perdita, e in una misura tale da ridurre il valore della loro carta-moneta pressochè a niente. Ed è precisamente perchè questi Stati avevano ormai una moneta inservibile che dovettero ricorrere a un altro mezzo di scambio atto a servire, sia pure temporaneamente, di misura dei valori.

Ma la crisi è anche di una estensione non mai veduta. Qui si è fatto cenno — nella seconda

parte — delle vicende dei cambi in soli otto Stati, ma la crisi non ha colpito unicamente quelli di cui si è discorso. Anche Stati che non hanno preso parte alla grande guerra videro la loro valuta cartacea deprezzata di fronte a quella degli Stati Uniti, che può considerarsi equivalente alla moneta aurea. Così la Svizzera, la Norvegia, la Spagna, e qualche altro paese, hanno visto il dollaro godere un premio più o meno forte, secondo i momenti, in confronto alle loro valute.

Il prof. Nogaro [1] dopo aver osservato che siamo in presenza di una crisi monetaria universale, causata principalmente dalla esistenza di un gran numero di paesi soggetti al regime della carta-moneta *inconvertibile* e aventi la bilancia dei pagamenti male equilibrata, aggiunge che i fattori di *questa crisi* rientrano nelle categorie già note; e i cambi usciti dai limiti dei *gold points* sono abbandonati, com'è già accaduto più volte, a tutte le alee della speculazione. Solo la misura del deprezzamento sorpassa, in certi paesi, i precedenti storici. È quindi sopratutto per l'ampiezza dei suoi effetti che si distinque la crisi presente. La relazione tra i movimenti dei cambi e quelli dei prezzi interni, in special modo, era già, da lunga data, cosa conosciuta, ma spesso un fenomeno non seguiva l'altro se non da lungi, e in ogni caso i loro rapporti non

[1] Op. cit., pag. 96.

erano stati generalmente registrati in modo assai preciso.

D'ora innanzi, invece, questa relazione tra i movimenti dei cambi e quelli dei prezzi diventa uno dei caratteri dominanti della crisi. E la mutabilità dei prezzi e la loro ascesa rispecchiano l'andamento della crisi dei cambi, determinano gravissime perturbazioni con danni or dell'una or dell'altra classe di persone, con effetti vari sul commercio internazionale, e sulla produzione del paese colpito dalla crisi. Sopratutto, si è notato nella crisi ultima, molto più e meglio che nel passato, una divergenza di durata più o meno lunga (secondo i paesi e i periodi di tempo che si considerano) tra i prezzi interni e quelli del mercato mondiale, tra il valore interno e quello esterno della moneta deprezzata.

Altre crisi dei cambi si sono avute in passato, può dirsi anzi che quasi nessun paese si è potuto sottrarre all'azione di quelle perturbazioni, perchè il ricorso alla inconvertibilità del biglietto di banca (corso forzoso) si è imposto in qualche momento della loro storia nel secolo passato. Ma allora le condizioni erano ben diverse da quelle che si sono presentate durante e dopo la grande guerra degli anni 1914-1918. L'inflazione cartacea non assunse mai — se si esclude l'episodio degli assegnati in Francia— proporzioni paragonabili a quelle dell'epoca nostra, e i cambi con l'estero poterono

essere ricondotti a livelli normali, o quasi, mediante la politica dello sconto, l'azione stessa dei cambi sfavorevoli sulle correnti commerciali e l'esportazione dei metalli preziosi. Il problema si presenta quindi al tempo nostro con caratteri particolari, perchè quei mezzi non possono agire ora in alcun modo, date le condizioni peculiari di questo periodo storico.

§ 2. — Cause della crisi.

La relazione generale intorno alla inchiesta sulla produzione, compiuta dal *Bureau International du Travail*, ha dedicato a tale argomento uno studio minuto, non privo certo d'interesse, ma che non riesce a districare dall'arruffata matassa le idee fondamentali. La crisi è essa prodotta dalla inflazione cartacea, oppure dallo squilibrio nella bilancia economica, dalla condizione della finanza pubblica degli Stati, dalla speculazione?

È noto che il corso dei cambi subisce nelle condizioni normali del mercato dei cambi l'influsso della bilancia dei pagamenti, il che è naturale trattandosi rispetto ai cambi precisamente della domanda e della offerta di mezzi di pagamento (tratte, chèques, ecc.) per l'estero. Però la possibilità di sostituire a quei mezzi di pagamento

la moneta metallica limita, come si è veduto nella parte prima di questo studio, il corso dei cambi, sia al disopra, che al disotto del pari. Ma quando la sostituzione della moneta metallica con quei mezzi di pagamento non è possibile, sia perchè è stato dichiarato inconvertibile il biglietto di banca, o è diventato tale di fatto, sia perchè la esportazione della moneta non è consentita dagli Stati, allora i punti metallici non agiscono più, e i corsi del cambio possono superare — senz'alcun limite — quelli che erano fino allora i punti metallici d'uscita del danaro. Si ha, con altre parole, il fenomeno economico dell'aggio a favore della moneta metallica o dei titoli che la rappresentano e sono pagabili in moneta. E allorquando nel regime della carta-moneta esistono biglietti di banca (o di Stato) differentemente apprezzati (svalutati) è naturale che i corsi dei cambi di un determinato paese in relazione agli altri paesi presentino differenze percentuali anche rilevantissime. Così se il cambio dell'Italia con la Francia presenta per ipotesi il 20 % di perdita può invece verificarsi che il cambio dell'Italia con la Jugoslavia presenti il doppio di guadagno. Ne deriva una grande discordanza nei cambi, la quale rispecchia appunto la grande disparità di apprezzamento delle varie valute cartacee.

Che la presente crisi dei cambi sia un effetto della inconvertibilità dei biglietti non vi può es-

sere dubbio. La possibilità di avere in qualsiasi momento e per somma qualsiasi, il cambio dei biglietti in specie metalliche dà al biglietto un valore pari alla moneta metallica. E al contrario la inconvertibilità, ossia il corso forzoso, lo può deprezzare in misura che varia a seconda della probabilità maggiore o minore di una prossima ripresa del cambio del biglietto, della quantità dei biglietti in circolazione, della fiducia che si ha nel debitore, ossia nello Stato, che deve rimborsare i biglietti emessi per suo conto dalla Banca, o direttamente dallo Stato medesimo.

Vi sono adunque elementi economici positivi che influiscono sul corso del cambio ed elementi psicologici che pure esercitano la loro azione. Le controversie che si sono agitate durante e dopo la guerra intorno ai cambi hanno avuto sopratutto per oggetto la parte che a ciascuno degli elementi concorrenti a determinare il corso del cambio spettava nel gran processo di svalutazione, di disaggio della carta-moneta. Ora, per ciascuno degli Stati potrebbe farsi un'indagine particolare allo scopo di precisare l'azione che hanno esercitata i vari elementi determinanti la crisi dei cambi. Invero, se consideriamo il corso del dollaro nei vari paesi dal 1914 in poi troviamo differenze su scala vastissima tra la parità metallica e il corso stesso. Mentre Stati, quali l'Olanda, la Danimarca, la Svizzera, la Norvegia, la Spagna, hanno avuto relati-

vamente lievi differenze, in più o in meno, altri Stati, quali la Francia, l'Italia, il Belgio, la stessa Inghilterra, a seconda dei momenti che si considerano, presentano perdite non lievi, senza parlare degli altri Stati, quali la Grecia, la Polonia, la Ceco-Slovacchia, la Rumania, ecc., che hanno pur avuto e ancor hanno perdite notevoli. Ora ciò dipende appunto da una causa che sulle altre certamente prevale nel determinare la crisi dei cambi, ossia dalla *inflazione cartacea*. Questo fatto non ha bisogno di una lunga dimostrazione. Secondo i dati presentati nel 1920 alla Conferenza finanziaria internazionale di Bruxelles i paesi dei quali si avevano statistiche monetarie potevano formare al 31 dicembre 1919 quattro gruppi: *a*) quelli la cui quantità di moneta in circolazione ha subìto un aumento dal 50 al 100 % (Stati Uniti, Paesi dell'America del Sud e i Dominî britannici); *b*) il Regno Unito, il Giappone e i paesi europei neutri nei quali l'aumento ha variato tra il 100 e il 225 %; *c*) il Portogallo, la Francia, il Belgio la Grecia e l'Italia, che hanno avuto un incremento dal 250 al 550 %; *d*) gli altri Stati belligeranti dell'Europa, dove l'aumento ha sorpassato l'800 %. Ora, di questi gruppi, quello il cui accrescimento della circolazione è meno elevato comprende esclusivamente paesi extra-europei, il secondo si compone essenzialmente di paesi europei neutrali, ai quali si unisce un paese extra-europeo

belligerante, il Giappone, e un paese belligerante dell'Europa occidentale, il Regno Unito; il terzo gruppo si compone essenzialmente dei paesi belligeranti dell'Europa occidentale, ai quali si unisce la Grecia; e l'ultimo gruppo, quello il cui aumento è più forte, comprende esclusivamente dei paesi belligeranti dell'Europa centrale e orientale.

All'aumento percentuale della circolazione corrisponde più o meno, a seconda dei paesi, sino alla fine del 1919 l'aumento dei prezzi all'ingrosso. La differenza generalmente è in meno per la circolazione, o con altre parole l'indice numerico relativo all'aumento dei prezzi risulta più elevato di quello relativo all'aumento della circolazione. Ma il fatto dell'aumento dei prezzi, se devesi a più cause, non è per questo meno imputabile all'incremento della circolazione cartacea; il che si è potuto vedere anche meglio dopo finita la guerra. Per l'Italia, secondo i dati forniti dalla inchiesta dell'Ufficio internazionale del lavoro, più volte citata (pag. 758), supposto che i prezzi all'ingrosso nel 1918 si ragguagliassero a 100, e così pure la circolazione dei biglietti, si avrebbero questi numeri indici per gli anni successivi:

Anni	Circolazione	Prezzi all' ingrosso
1918	100	100
1919 dicembre	133.7	122.9
1920 marzo	131.3	166.3
» giugno	144.8	165.2
» settembre	152.7	177.8
» dicembre	158.6	170.7
1921 marzo	151.6	162.2
» giugno	147.2	136.7
» settembre	147.2	155.9
» dicembre	154.6	159.8
1922 marzo	146.9	143.3
» giugno	144.8	144.4
» settembre	146	156.3
» dicembre	146.2	155.7

Dagl'indici numerici sopra riportati si vede come i due movimenti di ascesa siano il più spesso concomitanti. Ed anche ammesso che l'aumento dei prezzi renda necessaria una maggior quantità di biglietti di banca, è certo che la inflazione è alla sua volta causa di rialzo dei prezzi. Quanto alle relazioni tra il corso dei cambi e la inflazione, si comprende che col declinare del valore di scambio o potere d'acquisto della moneta cartacea — conseguenza della crescente emissione con garanzia metallica progressivamente ridotta — si abbia un rialzo dei cambi, ossia delle

valute auree, e di quelle cartacee che subivano un minore deprezzamento. In questo niente di nuovo e di inspiegabile. Il Cassel nel suo libro su « La moneta e il cambio dopo il 1914 », riconosce che quando la carta-moneta è emessa senza alcuna restrizione diventa inevitabile che il suo valore vari continuamente, e che i corsi dei cambi subiscano delle perturbazioni continue. Egli poi, muovendo dal concetto che quando si offre la propria moneta nazionale si offre un potere d'acquisto nel proprio paese, ritiene che il corso del cambio non può stabilirsi che mediante la parità del potere d'acquisto, e che il deprezzamento della moneta porta con sè fatalmente lo squilibrio dei cambi. Ora, pur ammettendo che il Cassel abbia messo in maggiore evidenza taluni punti della teoria dei cambi, devesi riconoscere che non ha affatto sostituita alla teoria classica un'altra spiegazione più soddisfacente di quella. Ma sulle idee del Cassel sarà opportuno insistere più innanzi. Qui basta rilevare che il Cassel non ha dato alla teoria dell'aggio quella importanza che gli economisti sono soliti ad attribuirle, ed ha invece portato la propria attenzione specialmente sulla parità dei poteri di acquisto delle varie monete. Questo spostamento nei ragguagli monetari non toglie che l'economista svedese attribuisca alla inflazione cartacea la causa principale della crisi dei cambi.

Tale causa è stata alla sua volta determinata dai bisogni finanziari dei vari paesi, che hanno spinto i governi a emissioni di biglietti sempre considerevoli, ma in misura assai differente da paese a paese. I biglietti emessi per fronteggiare un disavanzo possono essere versati nella circolazione interna mediante il pagamento degli stipendi ai funzionari, delle fatture dei fornitori, degl'interessi per i debiti pubblici, ecc., oppure inviati all'estero per acquistare disponibilità di divise estere allo scopo di pagare acquisti di merci, indennità, interessi, ecc., dovuti a creditori stranieri. L'Austria, la Polonia, la Germania, e altri Stati ancora, hanno fatto ricorso a emissioni su grande scala perchè si trovarono di fronte a disavanzi enormi, cui non riesciva loro di provvedere con i mezzi ordinari delle imposte e dei prestiti a interesse. Di qui l'aumento rilevante dei debiti fluttuanti interni, ai quali si devono aggiungere quelli con l'estero, che pesano naturalmente insieme ai primi sulla quotazione dei cambi, perchè costituiscono una minaccia per l'avvenire, in quanto per il loro pagamento eventuale potrebbero rendersi necessarie nuove emissioni di carta moneta.

Ma una causa della crisi dei cambi di non scarsa efficacia è da rintracciare nello squilibrio della bilancia economica dei paesi colpiti dalla crisi. Prima della guerra essa agiva sui cambi

nel senso che se un paese risultava creditore verso un altro aveva il cambio favorevole entro il limite segnato dal punto metallico inferiore, come si è visto nella prima parte di questo studio; ossia esso poteva essere al di sotto del pari; e viceversa, il cambio era sfavorevole se risultava debitore. Ma in seguito alla scomparsa dalla circolazione della valuta metallica e alla emissione della carta-moneta in quantità considerevoli, venendo a cessare la possibilità di scegliere tra l'invio della moneta metallica e la rimessa di un titolo di credito (biglietti di banca, chèques, tratte, ecc.) il deprezzamento del biglietto ha esercitato in prima linea tutta la sua influenza. Paesi che prima erano creditori, non per la bilancia commerciale, la quale anzi risultava in *deficit*, ma per la bilancia economica a motivo dei crediti rilevantissimi per interessi, profitti, noli, ecc., ch'essi avevano, sono diventati debitori in misura talvolta considerevolissima. Così, mentre la bilancia commerciale della Francia e dell'Inghilterra era in *deficit* per alcuni miliardi di lire, quella economica lasciava un margine che serviva a finanziare imprese all'estero, o a riscattare titoli collocati all'estero. Ora, senza riferire una serie di dati presentati alla Conferenza finanziaria internazionale (Bruxelles, 1922) basta rilevare che i paesi europei, fatte pochissime eccezioni (Spagna, ad es.), hanno avuto la bilancia commerciale (commercio

speciale) in *deficit*, mentre i paesi extra-europei (escluso il Giappone), si sono trovati in condizione del tutto opposta, per comprendere quale influenza questo fatto deve avere esercitato sui cambi, tenuto anche presente, che il disavanzo della bilancia commerciale non trovava più, generalmente parlando, tutti i consueti compensi della bilancia economica. Da creditori verso l'estero, alcuni paesi (Francia, Inghilterra, ecc.) sono divenuti, temporaneamente, debitori; altri paesi che mediante le rimesse degli emigranti o dei debitori stranieri e le spese dei forestieri riescivano a tenere in equilibrio la loro bilancia economica (Italia, Svizzera, ecc.), si sono trovati invece a dover fronteggiare grossi debiti per la eccedenza delle importazioni sulle esportazioni, e tale situazione doveva necessariamente riflettersi sul corso dei cambi. È bensì vero che il solo punto di vista della bilancia economica, e meno ancora quello della bilancia commerciale, non può spiegare il movimento dei cambi, essendosi talvolta verificato che il miglioramento della bilancia economica, o solo di quella commerciale, non determinava alcun miglioramento nei cambi, bensì coincideva invece con un peggioramento, ma ciò significa che altri fattori agivano in quel periodo sul fenomeno e neutralizzavano l'azione della bilancia economica. Dove s'intrecciano le azioni di più fattori è naturale che ciascun di essi possa in determinate circostanze perdere

la sua efficacia; così quando la inflazione cartacea o non si è avuta, o in misura assai limitata, la bilancia dei pagamenti internazionali (bilancia economica) ha esercitata una decisa influenza, che in un altro paese si è forse meno avvertita per l'azione preponderante del fattore della inflazione.

Inoltre l'esperienza ha dimostrato che il valore della carta-moneta è in relazione alla garanzia monetaria di cui essa gode. La inconvertibilità è causa di disaggio, ma se lo stock monetario che costituisce la riserva della banca che ha emesso la carta-moneta è relativamente importante, ossia la percentuale della riserva in confronto alla massa dei biglietti è elevata, il fatto della inconvertibilità ha minore influenza a deprimerne il valore. In Italia avanti la guerra il biglietto di banca era praticamente inconvertibile, pure il corso del cambio oscillava entro limiti assai prossimi alla parità monetaria, e scendeva talvolta sotto.[1] Ma allora la riserva degli Istituti di emissione si ragguagliava al 70 e più per cento, mentre è scesa in questi anni a circa il 10 % dei biglietti emessi. E lo stesso è da dire degli altri paesi soggetti alla crisi dei cambi, come la Francia che ha una riserva pari al 15 %, il Belgio con il 5 %, la Rumenia col 3 %, ecc.

---

[1] La media del 1° semestre 1914 è stata, per il corso del cambio su Francia, di 100,40 ; nel 2° semestre di 104,36.

L'esistenza di una riserva metallica adeguata alla massa della carta-moneta emessa è per se stessa un coefficiente importante di valutazione del biglietto, un elemento morale ed economico di una decisa influenza sull'apprezzamento della valuta cartacea, la quale potrà soffrire un disaggio, ma non mai in misura sproporzionata alla garanzia metallica. Questa costituisce anche un affidamento che la convertibilità del biglietto, in date condizioni economiche interne e rispetto all'estero, diventa possibile.

Nel quadro generale delle cause della crisi entra anche la speculazione. Ma essa più che influire sul livello medio dei cambi ha un'azione specifica sulle loro oscillazioni. Poichè su di essi non influiscono soltanto le condizioni effettive della bilancia economica in un dato periodo, ma anche le previsioni relative alle variazioni che si verificheranno nelle partite di quella bilancia. Come nota anche il Nogaro, il mercato del cambio è il più spesso, per una parte, un mercato a termine nel quale si negoziano le tratte ancora lontane dalla loro scadenza; d'altra parte, in mancanza di mezzi per regolare la bilancia economica, il paese a cambio deprezzato fa appello al credito per superare i periodi in cui le tratte emesse sull'estero non bastano a coprire i suoi acquisti all'estero; questi crediti vengono fatti sotto le forme più varie: aperture di conti presso banchieri esteri,

crediti esteri lasciati in deposito invece di essere rimpatriati, persino acquisto da parte dell'estero di biglietti di banca inconvertibili, che sono conservati nella speranza di un rialzo nel loro corso, in attesa di essere rinviati in pagamento al paese d'origine.

Il corso del cambio, dunque, non dipende più soltanto dallo stato degl'impegni risultante dalle transazioni *anteriori* commerciali, finanziarie, o d'altra specie, ma dipende pure dalla maggiore o minore facilità con la quale i crediti sono consentiti. Crediti che hanno per effetto, quando sono concessi, di neutralizzare dei debiti presentemente esigibili e quando essi sono ritirati di aggiungere un nuovo elemento al passivo esistente. Ora, questo intervento del credito, e per ciò stesso della speculazione, è di natura tale, che può sostenere il cambio, migliorarlo progressivamente, se la fiducia dell'estero si manifesta in modo continuo, o, al contrario, può precipitare la sua caduta in caso di panico. È infine per l'intermediario di questa speculazione che possono agire tutti i fattori, anche i più imponderabili, di natura tale da colpire lo spirito dei cambisti.[1]

La speculazione rispetto ai cambi, come per qualsiasi ricchezza su cui compia le sue opera-

---

[1] *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, pag. 195.

zioni, tiene conto di tutti i fattori che possono alterare le valutazioni, e nel caso dei cambi sono numerosi gli elementi su cui essa basa il suo giuoco. Si tratta indubbiamente di elementi accertabili e di previsione non difficile, come la condizione del bilancio, il gettito delle imposte, l'andamento delle spese pubbliche, del commercio, della produzione, del consumo, della circolazione cartacea, della bilancia dei pagamenti, ecc. La speculazione ha quindi un largo campo di osservazioni che le servono per combinare le sue operazioni e influire così entro periodi più o meno lunghi sul corso dei cambi. Ma se questo può procurarle guadagno, non vuol dire ch'essa abbia la facoltà di dare al corso dei cambi a suo capriccio una tendenza stabile, perchè agirebbero in breve tempo forze contrastanti la tendenza artificiosamente creata.

Le cause della crisi sono adunque di varia natura e di efficacia diversa. Se consideriamo che nel presente momento storico, nonostante il miglioramento avvenuto nelle condizioni finanziarie di alcuni paesi e nella bilancia dei pagamenti di quegli stessi paesi i loro cambi rimangono in istato di crisi, dobbiamo convenire che, tra le cause, quelle che agiscono con maggiore efficacia sono la inflazione cartacea, ossia il fattore della circolazione monetaria, al quale si aggiunge un elemento psicologico che ha radici nei debiti esterni determinati

dai prestiti di guerra concessi dagli Stati Uniti e dall'Inghilterra. Questi crediti non hanno ancora avuta una sistemazione (salvo per quello dell'Inghilterra verso gli Stati Uniti) e il non sapere quali oneri ne deriveranno ai paesi debitori non può non influire sinistramente sulla valutazione della loro carta-moneta. È da ritenere che il regolamento di quei debiti, se in un primo tempo potrebbe esercitare un'azione alquanto deprimente sui cambi, in seguito, eliminata una grave incognita da un lato, e dall'altro, sistemata la finanza anche in relazione a quel regolamento, non sarebbe difficile ottenere un miglioramento nei cambi. Ma tutto dipende dalla cifra, alla quale sarà ridotto il debito e dalle modalità del suo pagamento. Di questi punti non è possibile ora alcun esame positivo.

Finalmente, la crisi dei cambi non è soltanto un effetto, ma diviene essa stessa una causa della sua permanenza e del suo aggravarsi. La relazione del «Bureau international du travail», esaminando le ripercussioni nel dominio dei cambi della crisi dei cambi stessi, osserva che col suo svolgimento naturale essa tende a intensificarsi e ad aggravarsi. La crisi — dice la relazione — suscita la speculazione, ma le operazioni speculative sui cambi non hanno, come alcuni immaginano, un'importanza subalterna. Esse non sono soltanto una ri-

sultante di movimenti, ma sono generatrici di nuove condizioni. Suppongasi un'offensiva prolungata contro una divisa, e per l'insufficienza della contro partita un abbassamento speculativo del corso di questa divisa. Si può credere, poichè non si tratta che di speculazione e che niente è cambiato nella realtà economica del paese interessato e degli altri paesi, che la divisa risalirà, che il ribasso ha luogo, ma che la ripresa dell'aumento e una ripresa corrispondente al ribasso avrà pure luogo.

Senonchè il ribasso del corso della divisa significa la discesa del suo potere d'acquisto all'estero. Per questo significa il rincaro, in moneta del paese, di tutti gli acquisti fatti all'estero, specie delle materia prime, delle derrate alimentari, dei prodotti lavorati, il rincaro dei noli, ecc. Così è con materie prime pagate più care, con una mano d'opera il cui mantenimento costerà più caro, con un'attrezzatura più costosa che l'industria nazionale lavorerà ed essa dovrà per funzionare normalmente aumentare in proporzione il prezzo dei suoi prodotti. Ma se la crisi del deprezzamento della divisa dura tanto a lungo che i salari, i prezzi dei prodotti le cui materie sono di provenienza estera e infine, pel giuoco di tutte le ben note ripercussioni economiche, i prezzi dei prodotti ottenuti con materie prime indigene, si conformano al

rincaro derivante da quel deprezzamento, allora il potere d'acquisto della moneta nazionale sarà deprezzato, come sarà stato deprezzato dalla speculazione il suo potere d'acquisto al di fuori, e ormai la divisa non potrà risalire, perchè la parità del suo potere d'acquisto sarà stata effettivamente abbassata.

Riconosce però la stessa relazione dell'Ufficio di Ginevra che non è impossibile di fronte a una offensiva vittoriosa ingaggiata durante un breve periodo contro la divisa di un paese, di prevenire lo svolgimento di quelle conseguenze.

Le ripercussioni dei movimenti sopravvenuti nel corso delle divise richiedono tempo ; vi è quindi un periodo che si può chiamare di elasticità, durante il quale è possibile che il cambio risalga. Se la reazione è sufficientemente pronta, se sono prese tutte le misure per prevenire l'adattamento dei prezzi interni al deprezzamento della divisa sul mercato internazionale dei cambi, se con altri provvedimenti si riesce ad arginare il diffondersi del rincaro già iniziato, non è impossibile di impedire lo sviluppo del processo or ora accennato. Ma se, vuoi perchè la pressione è meno apparente, vuoi perchè il regresso è meno accentuato, la difensiva è nello stesso tempo meno attiva, e se con una diffusione graduale, il rincaro sopravvenuto nelle relazioni con l'estero invade tutte le

sfere del mercato interno, il fatto del ribasso del cambio diventa irreparabile.[1]

Questo è certamente accaduto più volte nei paesi che hanno visto i loro cambi diventare all'estremo errabondi, quando già avevano subìto una perdita considerevole. La storia delle vicende dei cambi della Germania, dell'Austria, della Polonia offrirebbe senza dubbio le prove della influenza esercitata dalla speculazione sulla crisi e delle ripercussioni che questa ebbe sul commercio estero e sui prezzi interni ed esterni.[2]

§ 3. — Effetti della crisi.

Le ripercussioni della crisi dei cambi sulla vita economica dei paesi che ne sono più colpiti sono assai numerose; esse generalmente si conoscono, perchè gli effetti della emissione di carta-moneta soggetta a un forte deprezzamento sono stati esposti più volte dagli economisti.

---

[1] *Enquête sur la production.* Rapport général, tome III, pag. 844 (Paris, 1924).

[2] Veggansi gli ottimi studi del Prof. Bresciani Turroni nel *Giornale degli Economisti* e nella *Rivista Bancaria* del 1924 relativi alla Germania, e l'opera del dottor van Walré de Bordes, *The Austrian Crown* (London, 1924).

Nella crisi presente si sono avute le conseguenze più dannose in relazione alla maggiore gravità ed estensione della crisi stessa. Gli acquisti di materie prime, di macchine, di materie ausiliarie o beni complementari, sono divenuti più costosi a mano a mano che i cambi aumentavano, ossia che i dollari, le sterline, i franchi svizzeri, e via dicendo le monete dei paesi non colpiti, o meno colpiti dalla crisi dei cambi, subivano un rincaro. E la produzione, com'è naturale, non poteva che risentirsene; questo lo attestano le dichiarazioni delle associazioni d'industriali raccolte dalla inchiesta dell'Ufficio di Ginevra. L'instabilità dei cambi poi rende difficile la determinazione dei costi di produzione e quindi dei prezzi, procurando così l'alternativa di guadagni e di perdite imprevedibili. Ma questo contribuisce a paralizzare gli affari, gli scambi, consiglia attese talvolta dannose, o acquisti anticipati, e vendite precipitose, per mettersi al riparo appunto dalle fluttuazioni dei cambi. La svalutazione della moneta, la perdita ch'essa soffre nel cambio con altre monete, diminuisce la capacità d'acquisto della popolazione e determina una maggiore difficoltà di smercio. Di qui il rallentamento della produzione, o, peggio, la sua cessazione in quei rami d'industria che forniscono prodotti meno necessari; con la conseguenza che la disoccupazione si viene aggravando,

specie nei paesi che, anche a causa del cambi alti, non sono in grado di sviluppare le loro esportazioni. E i capitali accorrono meno alle industrie per l'incertezza delle condizioni; i crediti all'estero sono più difficili a ottenersi; così i mezzi necessari per far funzionare le imprese — capitali circolanti — scarseggiano e per procurarseli occorre retribuirli in misura maggiore.

Il rincaro generale è la conseguenza ultima e più sentita. Esso determina perturbazioni economiche e finanziarie di grande rilevanza sulle quali non occorre intrattenersi qui, trattandosi di fenomeni ben conosciuti. È piuttosto da rilevare che nei paesi a cambio elevato dove i prezzi sono relativamente meno rincarati si hanno perturbazioni non meno dannose di quelle che si verificano nei paesi a cambi bassi. E ciò perchè da un lato le importazioni da questi ultimi sono rese più facili appunto dal basso valore della moneta estera, dall'altro le esportazioni sono rese più difficili per l'alto valore della moneta nazionale. Il denaro dei paesi a cambio alto ha un maggior potere d'acquisto fuori del paese che nei paesi stessi; di qui la loro tendenza a fare acquisti al di fuori, e ad accrescere le importazioni; viceversa, la moneta nei paesi a cambio medio e a cambio basso ha un maggior potere d'acquisto nel mercato interno che sui mercati dei paesi

a cambio elevato, d'onde la tendenza di questi paesi a concentrare i loro acquisti sia sul mercato interno, sia sui mercati di paesi a cambio eguale o inferiore e a deviarli dai paesi a cambio elevato, che si trovano così paralizzati nelle loro esportazioni.

Comunque sia, gli effetti della crisi dei cambi non si possono stabilire con assoluta precisione, in quanto gli avvenimenti che si collegano con quella possono essere determinati da molteplici cause, le quali s'intrecciano grandemente fra loro, e quel fatto che rispetto a un paese può giustamente considerarsi come effetto della crisi dei cambi, per un altro paese invece può essere attribuito a causa del tutto differente. Questo va detto, ad esempio, per la disoccupazione, come per il commercio con l'estero, potendo essere più o meno dirette e sicure le correlazioni tra quei fatti economici e il corso del cambio. Le sue oscillazioni hanno certamente un'azione sulla produzione, sul commercio internazionale, sull'impiego della mano d'opera, ma non sono che un fattore delle variazioni che si verificano in quei fenomeni, mentre su di essi operano contemporaneamente altri fattori non meno importanti, altri elementi che esercitano un contraccolpo non meno decisivo di quello che può avere il cambio. Gli effetti della crisi dovrebbero quindi ricercarsi rispetto a ciascun paese,

la qual cosa esigerebbe una indagine lunga e minuziosa che dovrebbe investire tutto il movimento economico, e queste ricerche particolari esorbiterebbero dai limiti imposti al presente studio.[1]

---

[1] La relazione generale intorno all'inchiesta sulla produzione, dell'Ufficio internazionale del Lavoro, esamina anche la mancanza di corrispondenza tra i movimenti dei prezzi delle diverse categorie di prodotti e di servigi all'interno di uno stesso paese, e la mancanza di corrispondenza tra i movimenti dei cambi e i movimenti dei poteri d'acquisto delle varie monete nazionali (tome III, pag. 916 e seg.); e questa indagine vale a spiegare meglio talune ripercussioni dei cambi. Ma sarebbero necessarie anche in questo caso rilevazioni statistiche sicure e complete per ciascun paese, cosa questa tutt'altro che agevole, anche per le imperfezioni e deficienze della statistica economica.

PARTE QUARTA.

LA STABILIZZAZIONE DEI CAMBI E LA RIVALUTAZIONE DELLE MONETE.

§ 1. — La stabilizzazione secondo il Prof. Irving Fisher.

La crisi dei cambi ha dato origine a proposte di varia natura per dare un ordinamento migliore e stabile alla circolazione monetaria e per cercare di ottenere la rivalutazione delle monete cartacee. Di qui due tendenze fondamentali, quella della stabilizzazione e l'altra della graduale rivalutazione.

La stabilizzazione è stata propugnata anche prima della guerra dal Prof. Irving Fisher. Questo economista americano fin dal 1911 nella sua opera sul potere d'acquisto della moneta, dopo avere accennato ad altre proposte, ha messo innanzi la sua, fondata sul sistema detto del *Gold Exchange Standard* e su quello detto *Tabular Standard*. Secondo quest'ultimo per i pagamenti prorogati (*deferred payments*) dovrebbesi far va-

riare l'ammontare della moneta in base ai numeri indici dei prezzi in generale, così da equilibrare la quantità di moneta al suo potere d'acquisto; col primo sistema lo Stato, senza convertire in oro i biglietti per la circolazione interna, li cambia contro ordini di pagamento in oro all'estero, alle condizioni ch'esso stabilisce e per le necessità dei pagamenti all'estero. Unendo i due sistemi, il Fisher pensava si potessero aggiustare i valori monetari secondo il livello dei prezzi e mantenere la parità fra le monete dei vari paesi. Poi il Fisher ha elaborato la sua proposta, e nel volume pubblicato nel 1920 sulla stabilizzazione del dollaro ha propugnato di variare il peso del dollaro in guisa da mantenere il suo potere d'acquisto invariabile. Presentemente, egli dice, abbiamo un dollaro d'oro di peso costante e di potere d'acquisto variabile; abbiamo bisogno invece di avere un dollaro con potere d'acquisto costante e, perciò, di peso variabile. E in questo modo egli pensa si possa regolare (*control*) il livello dei prezzi. Basta aumentare di tempo in tempo il peso del *dollaro virtuale* nella misura necessaria a compensare la perdita del potere d'acquisto del metallo, e diminuire il peso nella misura necessaria per compensare il guadagno o l'aumento di quel potere, e questo in entrambi i casi in base ai numeri indici, per renderne stabile il valore. Il dollaro virtuale sarebbe la quantità d'oro in verghe che in qualsiasi mo-

mento è convertibile nel dollaro in circolazione. Perciò l'aumento del peso del dollaro sarà in un periodo di tempo qualsiasi proporzionale all'aumento del numero indice in confronto a quello del principio dello stesso periodo di tempo. Il Fisher aggiunge che non sarà necessario per applicare questo sistema di rifondere continuamente le monete. Un pezzo d'oro di 10 dollari potrà sempre pesare 258 grani (ossia 16 grammi 716); ma esso ne varrà 270 o 280, o qualunque numero maggiore di grani costituenti il dollaro *virtuale*; perchè essendo convertibile in questo dollaro virtuale, esso sarebbe come un certificato d'oro stampato sopra dell'oro, invece di esserlo sopra della carta. Se il dollaro virtuale fosse di 30 grani e 8, la differenza di 4 grani 2 sarebbe conservata dal governo come un fondo di garanzia per riscattare l'oro in verghe o i certificati d'oro. Il *compensated dollar*, avente una quantità d'oro variabile, pare al Fisher il rimedio alle oscillazioni dei prezzi determinate dalle variazioni quantitative della moneta.[1]

Non è necessario esaminare il piano escogitato dal Fisher nelle sue premesse esplicite e implicite e nelle sue modalità di applicazione, perchè esso non si riferisce alla stabilizzazione dei cambi, bensì

---

[1] Per tutti i particolari relativi alla natura della proposta e alla sua applicazione, si consulti il libro: *Stabilizing the dollar* by Irving Fisher (New York, Macmillan, 1920).

a quella del valore, o meglio del potere d'acquisto, della moneta. Tuttavia può osservarsi col Professor Nogaro che il sistema dell'economista americano supporrebbe la soppressione della libera coniazione quale esiste presentemente, cioè la conversione, peso per peso, delle verghe in valute, corrispondenti a un numero di unità monetarie fissate una volta per sempre, ogni unità corrispondendo a un peso determinato di metallo fino. L'oro non avrebbe del resto un corso commerciale libero perchè disposizioni accessorie del progetto sono destinate a prevenire ogni acquisto speculativo del metallo giallo. Si avrebbe in complesso il ritorno al sistema delle tariffe variabili dell'antico regime con questa differenza, tuttavia, che le tariffe invece d'essere arbitrarie, verrebbero automaticamente stabilite in base alle variazioni del potere d'acquisto della moneta.

Pare al Prof. Nogaro che il Fisher sia stato vittima di una singolare illusione, poichè egli ammette che il valore del dollaro aumenterà e che quindi i prezzi delle merci in dollari ribasseranno, pel fatto che il dollaro contiene maggior quantità di oro, o meglio ch'esso *rappresenterà* più oro, anche se il pubblico non lo sa, perchè, egli dice, la maggioranza delle persone, continuando ad adoperare i soliti mezzi di scambio (monete d'oro, d'argento e fiduciarie) non sapranno mai ciò che è avvenuto. E crede di poter invocare come pre-

cedente, l'adozione del *gold exchange standard* nell'India, alle Filippine, ecc., che fa dell'oro fuori di circolazione la base del sistema monetario.

Ma il primo effetto di questo sistema sarebbe di dissociare il valore di scambio d'un peso determinato d'oro da quello dell'unità monetaria, che il regime della libera coniazione implicante la costante corrispondenza fra l'unità monetaria e un certo peso di metallo fino, avevano identificato. E questo basta per suscitare molti dubbi sulla pratica attuabilità del piano del Fisher, perchè la moneta metallica ha un valore precisamente in relazione alla quantità di metallo fino ch'essa contiene; pertanto variando la quantità sarebbero inevitabili alterazioni nel suo valore di scambio. Ciò si può accertare per il passato come pel presente: basta riferirsi al commercio delle monete presso i cambiavalute e le banche. È quindi ai fondamenti teorici del sistema proposto dal Fisher che la critica dev'essere anzitutto rivolta. E a questo proposito è da rilevare qui soltanto che egli suppone possibile una divergenza tra il valore attribuito al dollaro e quello effettivo dell'oro in esso contenuto, senza che questo fatto possa dar luogo a inconvenienti: il che, come ha spiegato anche il Graziani,[1] sarebbe inevitabile per l'impor-

[1] Vedasi *Di una nuova proposta per rendere più stabile il valore della moneta,* nella *Riforma Sociale,* ottobre-

tazione di moneta aurea e la contraffazione che di essa venisse fatta allo scopo di lucrare la differenza di valore. In sostanza, senza negare al Fisher una valentia non comune nella esposizione e nella difesa della tesi da lui prediletta, è da credere che la stabilizzazione del valore della moneta sarebbe più nominale che effettiva, più effimera che durevole perchè si riferirebbe a fatti già avvenuti, e accertati poi con i numeri indici. Ma successivamente altre variazioni venendosi a determinare nei prezzi, l'instabilità del valore della moneta si ripresenterebbe. Poichè dai numeri indici deve desumersi la variazione di valore, la cognizione di essa si avrà relativamente tardi, e quindi l'alterazione dell'unità virtuale monetaria si verificherà dopo che l'aumento dei prezzi sarà alterato ed in momento in cui la misura ed il senso della variazione potranno essere ben diversi.

Senza insistere maggiormente, per le ragioni già accennate sulla proposta del Fisher, può concludersi che essa si presenta inattuabile e non atta a raggiungere lo scopo.

---

novembre 1913. Si consulti anche *Le peripezie monetarie nel periodo bellico e post-bellico e il problema di una misura stabile del valore*, articolo di A. Garino-Canina nella *Riforma Sociale*, settembre-ottobre 1922, nonchè Nogaro, op. cit. 3ª parte.

§ 2. — Le idee del Keynes sulla inflazione e la deflazione.

Nel suo libro *A tract on monetary reform* (Londra, Macmillan, 1923) [1] il Keynes, dopo avere esposto le conseguenze sociali delle oscillazioni monetarie, le relazioni tra la finanza pubblica e i cambiamenti nel valore della moneta, nonchè la teoria della moneta e dei cambi forestieri, ha discusso le alternative della politica monetaria ed ha fatto proposte positive per la futura sistemazione della moneta. Questi ultimi capitoli precisano le idee del Keynes rispetto alla stabilizzazione e alla rivalutazione già note per gli articoli da lui pubblicati nel *Manchester Guardian Commercial* del 1922. Egli riconosce i danni della inflazione, ma è contrario alla deflazione. « Quando, egli scrive, il deprezzamento della moneta ha durato tanto a lungo che la società si è adattata ai nuovi valori, la deflazione è anche peggiore della inflazione. Ambedue sono *ingiuste* e ingannano le speranze più ragionevoli. Ma, mentre la inflazione, alleggerendo il fardello del debito pubblico, e stimolando le im-

[1] Vi è una traduzione francese di Paul Franck (Paris, Aux éditions du Sagittaire, 1924) e ora una traduzione italiana (Milano, Treves 1925).

prese, ha qualche cosa da gettare sull'altro piatto della bilancia, la deflazione non ha niente da offrire » (pag. 149 dell'ediz. inglese).

Il processo all'inflazione è stato fatto da tempo e non occorre ripeterlo per dimostrare quale spogliazione, quale delitto economico sia inerente a quel fatto monetario.[1]

Ma, pur riconoscendo che la deflazione può cagionare dei danni, se avviene con eccessiva rapidità, non devesi negare ch'essa contiene in sè un elemento di giustizia e conduce a ristabilire un assetto monetario ed economico normale. Di più, la inflazione determinata dalla emissione di carta-moneta per conto dello Stato, se può giustificarsi in periodi di guerra, quando diventa difficile che il credito alimenti il Tesoro con sollecitudine e in misura adeguata alle necessità e alla urgenza delle spese militari, non può avere invece alcuna giustificazione a guerra finita; e poichè

---

[1] Cfr. NICHOLSON, *Inflation* (London, King, 1918); DESPAUX, *L'inflation dans l'histoire* (Paris, 1922); GUYOT e RAFFALOVICH, *Inflation et déflation* (Paris, Alcan, 1921); GUYOT, *Les problèmes de la déflation* (Paris, 1923), ecc.

Sulle relazioni tra la inflazione monetaria e il corso dei cambi ha scritto dottamente e con acuta analisi teorica il prof. MARCO FANNO nel *Giornale degli Economisti* di Roma, fascicoli di agosto, ottobre, novembre e dicembre 1922, e febbraio e maggio 1923. Altri studi del CABIATI, dell'ALBERTI, ecc., si trovano nella *Rivista Bancaria* di Milano, annate 1921-1924.

si tratta di un debito fluttuante che ha conseguenze rovinose e ingiuste per il paese, od almeno per talune classi di esso, una politica finanziaria che si proponga la graduale estinzione di quel debito appare ragionevole, e ispirata ai più sani principî economici.

Tuttavia il Keynes, e coloro che ne accettano le idee, pensano che la deflazione dev'essere assolutamente scartata. Però è bene considerare il concetto ch'essi si fanno della deflazione. Scrive il Keynes: «la politica che consiste nel ridurre il rapporto tra la quantità della circolazione monetaria del paese e i suoi bisogni (*requirements*) di potere d'acquisto nella forma di moneta, così da accrescere il valor di scambio della circolazione in termini di oro o di prodotti, è convenientemente chiamata *deflazione*. La politica opposta che consiste nello stabilizzare il valore della circolazione alquanto vicino al suo valore presente, senza riguardo al suo valore pre-bellico è chiamata svalutazione (*devaluation*)». E l'economista inglese aggiunge: «Sino alla conferenza di Genova (aprile 1922) queste due politiche non erano chiaramente distinte dal pubblico e la decisa opposizione tra esse è stata compresa soltanto gradatamente. Anche ora (ottobre 1923) non vi è un paese in Europa in cui il governo abbia indicato chiaramente che la sua politica tende a rialzare il valore della moneta o a stabilizzarlo. Le conferenze inter-

nazionali hanno preconizzato la stabilizzazione ai corsi presenti; e il valore effettivo di molte monete tende a scemare piuttosto che a rialzarsi. Ma, giudicando in base ad altre indicazioni, l'idea prediletta delle Banche di emissione dell'Europa, sia che esse ne perseguano la realizzazione con successo, com'è il caso della Ceco-Slovacchia, sia ch'esse non vi pervengano, com'è il caso della Francia, è di rialzare il valore della loro moneta. Soltanto in Austria si sono presi provvedimenti per stabilizzare il cambio » (pag. 142-3 dell'ediz. inglese).

All'Austria possono ora aggiungersi altri paesi che hanno compiuto le riforme più addietro accennate; così la Germania dal novembre 1923, la Polonia al principio del 1924, e la Russia quasi alla stessa epoca. Ancora si possono ricordare l'Estonia dal gennaio 1922, nonchè la Finlandia e la Rumenia, che hanno la loro moneta quasi stabilizzata, mentre l'Ungheria, con l'intervento della Società delle Nazioni, sta pure cercando di stabilizzare la sua moneta. Ma tutte queste riforme sono state rese necessarie dallo sfacelo del loro sistema monetario. Si pensi che « quando la Società delle Nazioni ha stabilizzato la corona austriaca, il dollaro saliva in Austria con una velocità di 21 corone al giorno; quando la Polonia ha effettuata la stabilizzazione del suo marco, il prezzo del dollaro a Varsavia saliva con una velocità di 68 marchi polacchi al minuto. Quando la

Russia ha creato il cervonetz, il cui valore è di 10 rubli-oro, il dollaro saliva a Pietrogrado con la velocità di 18.000 rubli al secondo; quando la Germania ha stabilizzato il marco creando il *Rentenmark*, il dollaro saliva a Berlino con l'andamento di 613.000 marchi al secondo ».[1]

In queste condizioni non vi era la libertà della scelta tra la deflazione e la svalutazione, bisognava creare una condizione di cose del tutto nuova, stabilizzare la moneta e quindi i cambi, perchè questa era una condizione essenziale per poter riprendere le relazioni di scambio con gli altri paesi. Quanto agli altri Stati che non hanno portato la inflazione al punto da distruggere il valore della loro carta-moneta — ed è di questi soltanto che conviene ormai di occuparsi — rimane il problema dell'alternativa nella politica monetaria da adottare, e il Keynes si pronuncia per la svalutazione. Esaminando la tesi che il ritorno della moneta al suo valore pre-bellico rafforza il prestigio finanziario di un paese e genera la fiducia nel suo avvenire, egli dice che quando un paese può sperare di ricondurre rapidamente la sua moneta al valore pre-bellico questo argomento non può essere trascurato. E tale è il caso dell'Inghilterra, dell'Olanda, della Svezia, della Svizzera e forse

---

[1] *Enquête sur la production.* Rapport général, tome III, pag. 938, (Paris, 1924).

della Spagna. Ma l'argomento, egli aggiunge, non può essere esteso ai paesi che, anche se possono rialzare in una certa misura il corso della loro moneta, non potrebbero tuttavia restituirle il suo antico valore. E a suo dire è quasi indifferente per il prestigio finanziario dell'Italia che la lira sia stabilizzata rispetto alla sterlina a 100 oppure a 60; sarebbe anzi preferibile pel suo prestigio di stabilizzarla a 100 che di lasciarla oscillare tra 60 e 100.

Pertanto gli pare che l'argomento sopra accennato debba essere limitato ai paesi il cui valore in oro della moneta è soltanto al disotto dell'antico valore nella misura del 5 al 10 per cento. La sua importanza in questo caso, dipende, secondo il Keynes, dalla risposta che sarà data al problema se dobbiamo nell'avvenire, come nel passato, scegliere il tipo aureo. Se si preferisce questo tipo a qualsiasi altro sistema e se la nostra fiducia nell'avvenire deve dipendere non dalla stabilità del potere d'acquisto della moneta, ma dalla fissità del suo valore in oro, allora può essere bene di praticare una deflazione dal 5 al 10 %. Questa opinione è conforme a quella espressa dal Ricardo un secolo fa. Ma se invece miriamo per l'avvenire sopratutto alla stabilità del livello dei prezzi, piuttosto che a una parità determinata con l'oro, in questa alternativa *cadit quaestio*.

Ad ogni modo, la tesi sopra enunciata non colpisce, afferma il Keynes, le sue conclusioni principali, che cioè la sana politica per i paesi che hanno subìto un deprezzamento prolungato e grave è di accettare la svalutazione e di fissare il valore della moneta a una cifra vicina al suo corso attuale al quale il commercio e i salari si sono adattati. E dopo aver ricordato, citando lo storico Gibbon, la politica deflazionista dell'imperatore Aureliano, scrive in questi termini: « Signor Mussolini might peruse with interest the annals of Aurelian, who " ignorant or impatient of the restraints of civil institutions " fell by the hand of an assassin within a year of his deflation of the currency, regretted by the army, detested by the Senate, but universally acknowledged as a warlike and fortunate prince, the useful though severe reformer of a degenerate State » (pag. 153).

È da credere che il Keynes, come ha esagerato, quando ha giudicato la situazione presente rispetto all'oro e al ritorno al sistema aureo — e la storia del suo paese glielo dimostrerà — così cade in esagerazioni quando considera le conseguenze della deflazione, che non sono certo tutte buone, se essa è compiuta in breve tempo su grande scala, ma nel complesso possono essere soddisfacenti, se il nuovo equilibrio tra i prezzi e i redditi, tra le spese e le entrate pubbliche, si viene stabilendo gradatamente, lentamente, subordinatamente ai mezzi

anti-deflazionisti di cui il paese può disporre. Se qualche scossa nel sistema economico e finanziario, che l'inflazione ha instaurato, è inevitabile, non bisogna trascurare il fatto che vi sono dei compensi e che si tratta di riparare a una innegabile ingiustizia, generalmente riconosciuta. Questo in tesi generale, chè rimane sempre da vedere quando la deflazione può essere iniziata, tenuta presente la condizione finanziaria e quella economica del paese che vuole compierla.

Il Keynes di fronte poi al problema se debbasi agire per raggiungere la stabilità dei prezzi o quella dei cambi, ritiene che, a differenza di ciò che vuole il Fisher (la stabilità dei prezzi interni per mezzo del dollaro compensato, o equilibrato) si debba distinguere a seconda che il commercio con l'estero ha, oppur no, una importanza notevole nella vita economica del paese. Vi è tuttavia, a suo avviso, in ogni caso una presunzione in favore della stabilità dei prezzi, se può essere raggiunta. La stabilità del cambio, egli osserva, è un vantaggio che aumenta l'efficienza e la prosperità di quelli che sono impegnati nel commercio con l'estero. La stabilità dei prezzi, d'altra parte, è di grande importanza per evitare i vari mali derivanti dalle oscillazioni determinate dai cambiamenti nel valore della moneta. I contratti e le previsioni commerciali che suppongono un cambio stabile, devono essere meno numerosi anche in un

paese che ha uno sviluppo commerciale come l'Inghilterra, di quelli che presumono un livello costante dei prezzi interni. Il principale argomento contrario, gli pare essere questo, che la stabilità dei cambi è molto più facile a ottenersi, poichè essa richiede soltanto l'adozione del medesimo tipo di valore all'interno e all'estero, mentre un tipo interno di valore (*an internal standard*) regolato in modo da mantenere la stabilità di un numero indice dei prezzi, costituisce una difficile innovazione scientifica, finora non messa in pratica.

L'economista inglese risolve il quesito sopra indicato sostenendo che quando la stabilità dei prezzi interni è incompatibile con la stabilità del cambio, è la prima che in generale è preferibile, e che nel caso in cui il dilemma è stringente, il mantenimento della prima a spese della seconda è forse la linea della minore resistenza, ossia la condotta meno pericolosa.

Senza entrare nell'esame delle obbiezioni che il Keynes muove al ristabilimento del tipo aureo (*a barbarous relic*, egli lo dice) e delle proposte relative al futuro ordinamento della moneta nella Gran Bretagna e negli Stati Uniti, il che ci porterebbe in campo diverso dal nostro assunto, possiamo dire in conclusione che il Keynes, decisamente contrario alla deflazione, sostiene la svalutazione delle monete pre-belliche per i paesi che hanno un deprezzamento superiore al 10 %, e che anche

per l'Inghilterra e per gli Stati Uniti vorrebbe raggiungere la stabilità della sterlina e del dollaro nel loro valore ragguagliato alle merci, anzichè all'oro. E la politica ch'egli consiglia è fondata sull'intervento dello Stato nelle emissioni dei biglietti, considerando la riserva metallica unicamente come un tesoro di guerra per far fronte alle necessità urgenti e un mezzo per correggere rapidamente l'influenza di una bilancia sfavorevole dei pagamenti internazionali, mantenendo così giorno per giorno la stabilità del cambio della sterlina in dollari. La massa della carta-moneta risulterebbe, come ora, dalla condizione del commercio e del mercato del lavoro, dalla politica dello sconto e dalla condotta della Tesoreria, in particolar modo da questi due ultimi elementi. Il Governo dovrebbe proporsi per fine la stabilità del commercio, dei prezzi e dell'impiego della mano d'opera. La quantità della carta-moneta sarebbe indipendente dalla riserva aurea. Alla Banca d'Inghilterra dovrebbero essere concentrate tutte le riserve auree del paese per evitare le fluttuazioni dei cambi a periodi brevi, e i biglietti, le *currency notes* dovrebbero essere emesse dalla Tesoreria senza essere soggette ad alcuna regola formale, inapplicabile o pericolosa, quanto alla massa dell'emissione.

Salvo nella forma, afferma il Keynes, non differirebbe materialmente dallo stato attuale di cose.

E allora si potrebbe chiedersi, dove sono i vantaggi, se si considera che anche al presente stato di cose si imputano non pochi inconvenienti e danni per le fluttuazioni dei cambi e dei prezzi, e le variazioni e le incertezze delle relazioni commerciali? Ma, è evidente per chiunque rifletta sui criteri esposti dal Keynes e li confronti con quelli che regolano la emissione in Inghilterra, e in altri paesi d'Europa, che si tratta proprio di lasciare allo Stato, e quindi al mutevole indirizzo dei governanti, la decisione relativa alla emissione della carta-moneta. E per chi si dimostra fanatico della stabilizzazione dei fatti economici fondamentali, non è piccola contraddizione quella di lasciare all'arbitrio di alcuni uomini la cifra della emissione fiduciaria.

§ 3. — La stabilizzazione dei cambi secondo il Prof. Gustavo Cassel.

Nel *memorandum* sui problemi monetari del mondo, presentato alla Conferenza finanziaria internazionale di Bruxelles (settembre 1920) il Prof. Cassel di Stoccolma ha esposto una nuova teoria intorno ai cambi, che è stata da lui più ampiamente svolta nel libro su *La moneta e il cambio dopo il 1914.*[1] L'economista svedese muo-

[1] *Money and Foreign Exchange after* 1914 (London, Constable, 1922); traduzione francese di G. LACHAPELLE (Paris, Giard, 1923).

vendo dal fatto che a causa della guerra i vari sistemi monetari sono venuti trasformandosi, con la sostituzione della carta-moneta al tipo aureo, e che il potere d'acquisto della moneta in circolazione, rappresentato dal livello generale dei prezzi, si è profondamente alterato, sostiene che il problema del cambio non più essere considerato alla stessa stregua del passato. «Il valore intrinseco delle varie monete avendo subìto infinite variazioni, il mercato dei cambi doveva fatalmente disorganizzarsi. Gli antichi rapporti tra le diverse unità monetarie si sono modificati e le relazioni tra i loro valori, che ci si era abituati a credere definitivi e immutabili, sono state sostituite da altre assai differenti, che alla loro volta si modificavano di giorno in giorno. Il commercio mondiale deve ormai tener conto di questo fatto, che esistono numerose specie di monete di carta emesse senza limitazione, indipendenti le une dalle altre e il cui valore cambia incessantemente il loro corso reciproco, non avendo più alcuna base solida. Ed era naturale che una simile modificazione facesse sorgere nell'opinione pubblica una straordinaria confusione. Per questo stato di cose, la pratica dell'esperienza non era di alcun aiuto, e i procedimenti mediante i quali si consideravano sinora i corsi del cambio non si adattavano più alla nuova situazione. Si è creduto, è vero, per un certo tempo che questa perturbazione fosse temporanea e che

i corsi del cambio dovessero necessariamente ritornare al loro antico livello non appena venissero a scomparire le cause del disordine. Ma a mano a mano che gli avvenimenti obbligarono a cambiare di opinione, il sentimento che prese il sopravvento fu che il sistema monetario del mondo era in uno stato di caos assoluto ».[1] Così esordisce il Cassel nel capitolo in cui espone come, a suo giudizio, si determina il corso del cambio fra due monete di carta indipendenti l'una dall'altra. Ed egli partendo dal concetto che quando si accetta di pagare un dato prezzo per una moneta estera, si considera sopratutto il suo potere d'aquisto rispetto alle merci e ai servigi del paese estero, e che quando si offre una certa quantità della nostra moneta in cambio di quella estera, si offre un potere effettivo d'acquisto delle nostre merci e servigi, ne trae la conseguenza che la valutazione di una moneta estera, espressa nella nostra moneta, dipende essenzialmente dal potere d'acquisto relativo delle due monete nei loro rispettivi paesi d'origine. Prescindendo da altri elementi, se lo scambio dei prodotti si è stabilito fra due paesi A e B, si fisserà un dato corso del cambio fra le loro monete e, salvo qualche leggera oscillazione, esso rimarrà invariato finchè non si avrà una differenza nel potere d'acquisto dell'una e dell'altra

[1] *La monnaie et le change après 1914*, pag. 157.

moneta e nessuna barriera sarà alzata contro la libertà del commercio. Ma se avviene la inflazione della moneta di A e quindi la diminuzione del suo potere d'acquisto, il valore di quella moneta si abbasserà fatalmente nel paese B. Se nello stesso tempo, la moneta di B subisce l'inflazione e il suo potere d'acquisto diminuisce, è chiaro che la moneta del pese A sarà valutata nel paese B a un grado corrispondente di rialzo. Se, ad es., l'inflazione della moneta di A è avvenuta nella proporzione di 100 a 320 e quella della moneta di B nella proporzione di 100 a 240 il nuovo corso del cambio, espresso nella moneta di B, sarà di tre quarti del corso precedente l'inflazione. Ne deriva la seguente regola, secondo il Cassel: quando due monete sono state oggetto di una inflazione, il corso normale del cambio sarà eguale al corso precedente moltiplicato per il quoziente del grado d'inflazione nell'uno e nell'altro paese. Questo nuovo corso normale potrà sempre variare, e anche in proporzioni piuttosto forti, durante il periodo di transizione. Ma il corso che è stato stabilito in base al metodo di calcolo sopra accennato può essere considerato come la nuova parità fra le due monete, il punto intorno al quale, malgrado temporanee variazioni, il corso del cambio dovrà sempre oscillare.

Questo è ciò che il Cassel chiama *la parità del potere d'acquisto*, la quale, come ben si com-

prende, non ha niente a vedere con la parità monetaria, o di zecca, stabilita in base al metallo nobile contenuto nelle varie monete. E il Cassel osserva che in seguito a un aumento eccessivo dei mezzi di pagamento, il potere d'acquisto delle varie monete è stato, durante la guerra, largamente ridotto, sebbene in proporzioni differenti. Per conseguenza le parità del potere d'acquisto hanno subìto grandi variazioni e sono oggi assolutamente differenti da quelle esistenti prima della guerra. Se si considera il problema del corso dei cambi, da questo punto di vista, non esiste alcuna ragione per credere che i cambi mondiali ritorneranno mai alle loro antiche parità.

Così la teoria dei cambi viene grandemente semplificata dal Cassel, il quale ripetutamente afferma che il loro corso normale, nelle condizioni presenti, non può essere determinato che dalla parità del potere d'acquisto. Anche egli è contrario alla deflazione, e non crede che il tipo aureo possa essere ristabilito nei paesi aventi la cartamoneta deprezzata in seguito alla forte inflazione, e vorrebbe preparare il terreno alla stabilizzazione. «La sola qualità necessaria di un regime monetario, egli scrive (pag. 283), per favorire il commercio e il benessere del mondo è la stabilità. Se la guerra e ciò ch'essa ha determinato hanno sconvolto i regimi monetari del mondo, questa non è una ragione per tentare di ristabilire la situazione esi-

stente prima della guerra. In se stessa essa non aveva alcun carattere essenziale. Il suo principale vantaggio era l'alto grado di stabilità raggiunto a quell'epoca ed è questa stabilità che dobbiamo sforzarci di ristabilire ».

A dir vero, se la stabilità è il solo disegno saggio e pratico che dobbiamo perseguire nell'applicazione della politica del cambio, come lo stesso Cassel scrive, può dubitarsi grandemente ch'essa sia raggiungibile mediante l'accettazione dei postulati teorici da lui difesi e dei mezzi pratici suggeriti. Le parità del potere d'acquisto hanno certamente una influenza sul corso dei cambi, nel senso che il livello generale dei prezzi di un dato paese esprime il valore della moneta di quel paese, ed è certo merito dell'economista di Stoccolma di avere lumeggiato questo punto, come di aver richiamato l'attenzione sulle relazioni tra i cambi e i prezzi interni ed esterni. Ma, come scrive anche il Lehfeldt dell'Università di Johannesburg,[1] il corso del cambio fra due paesi è regolato dalla domanda che esiste in ciascuno di essi della moneta dell'altro, ed essa, alla sua volta, è la espressione di due influenze una permanente e l'altra temporanea. La prima è appunto il livello dei prezzi nei due paesi che si concreta nella parità del potere

[1] *Restoration of the World's Currencies*, pag. 45 (London, King, 1923).

d'acquisto; la seconda è la bilancia economica, ossia dei pagamenti internazionali, la quale dev'essere equilibrata con l'acquisto della valuta, così che qualunque possa essere l'effetto della parità del potere d'acquisto, il mercato dei cambi è soggetto all'azione dei bisogni immediati dei commercianti e in generale dei debitori verso l'estero nella sistemazione dei loro rapporti. Questo spiega la sensibilità del mercato dei cambi esteri, e determina considerevoli oscillazioni temporanee nei corsi. Nè va omessa la considerazione che la parità del potere d'acquisto è alla sua volta alterata dai cambi, quando in seguito alle loro variazioni i prezzi subiscono per riflesso delle oscillazioni; l'effetto (corso del cambio) diventa causa (parità del potere d'acquisto), e in tal modo non sempre riesce possibile o facile di chiarire, a primo aspetto, quale influenza si è esercitata in modo diretto o in misura maggiore sulla variazione dei cambi. Così pure nessuna importanza viene attribuita ad altri elementi estranei al livello generale dei prezzi, che pure influiscono sui cambi, come dimostra l'esperienza quotidiana.

La stabilizzazione dei cambi, secondo il Cassel dovrebbe farsi sulla base di accordi tra gli Stati Uniti e l'Inghilterra per ristabilire l'antica parità fra il dollaro e la sterlina. Si avrebbe così «un centro di stabilità», com'egli lo definisce, che varrebbe a ristabilire la fiducia economica

del mondo. Poi, raggiunta questa tappa, si potrebbero compiere altri sforzi per stabilizzare le altre monete e questi sforzi potrebbero essere compiuti in colleganza col centro di stabilità. Il Cassel ritiene che col mantenere un rapporto fisso di valore tra la sterlina e il dollaro si avrebbe una certa stabilizzazione non solo del valore interno di quelle due monete, ma di quello dello stesso oro.

Per ciò che riguarda gli altri paesi, il cui corso del cambio è più o meno fisso, questa politica permetterebbe loro di considerare la possibilità di un ritorno al tipo aureo. In alcuni casi, riguardo, ad esempio, alla Svezia, all'Olanda, alla Svizzera, ciò potrebbe farsi secondo l'antica parità monetaria. In altri casi, invece, sarebbe necessario di ridurre l'antica parità, e la condizione fondamentale è quella di determinare il livello dei prezzi che deve essere considerato come normale e per quanto è possibile conservato senza variazione. Su tutti questi punti insiste il Cassel, il quale non è contrario come il Keynes a un ritorno completo al tipo aureo, ma vuole anzitutto la stabilizzazione dei valori interni delle monete, ossia dei prezzi, e rileva la contraddizione in cui cadono coloro che vorrebbero il ribasso dei prezzi e invocano la loro stabilità.

In sostanza, siamo anche qui di fronte a una tesi che appare inapplicabile. La stabilizzazione

dei prezzi considerata come condizione per la stabilità dei cambi è contraddetta dalla esperienza; e ammettere che la politica bancaria possa e debba, col restringere o coll'allargare il credito, ricondurre a un dato livello i prezzi, quando se ne discostano, equivale ad aggiungere altre cause perturbatrici dell'equilibrio economico a quelle che già agiscono per effetto della mutabilità delle forze operanti nel campo economico.

Gli avvenimenti di quest'ultimo triennio hanno del resto modificata alquanto la condizione di cose quale si presentava al Cassel nel periodo 1920-22, e oggi appare più evidente che la stabilizzazione significa praticamente svalutazione e per qualche paese, fallimento monetario. Occorre pertanto che dalla crisi dei cambi si cerchi di uscire senza scosse maggiori e più rovinose di quelle che essa già ebbe a determinare in più d'un paese.[1]

---

[1] Si veda anche GIULIO ALESSIO, *La teoria del Cassel e la stabilizzazione dei cambi*, negli *Atti del R. Istituto Veneto*, tomo 82, parte seconda; nonchè il suo articolo: *Metodi e condizioni per il ripristino della circolazione normale*, nella *Nuova Antologia*, del 16 marzo 1922. E per altre dottrine, che sono state esposte in questi ultimi anni, sia in Germania (Knapp, Elster, Singer, ecc.), sia negli stati Uniti, in Inghilterra, e altrove, cons. LORIA, *Le peripezie monetarie del dopo guerra* (Milano, 1924); ALBERTO HAHN, *Geld und Kredit* (Tübingen, 1924).

§ 4. — Conclusione: la rivalutazione delle monete.

Luigi Einaudi in un articolo pubblicato sul *Corriere della sera* (28 luglio 1924) e intitolato « Vocabolario monetario » ha osservato che « le discussioni monetarie sono non di rado infeconde, perchè le stesse parole sono adoperate a significare concetti differenti: *rivalutazione*, *svalutazione*, *stabilizzazione* tornano nel discorso con significati differenti, finchè nella confusione delle lingue i contendenti finiscono di non capirsi più ». E per facilitare l'intelligenza di quelle parole l'Einaudi ha spiegato il significato vario che ad esse si può attribuire. Elenca quindi tre casi di rivalutazione, quello in cui dopo l'annientamento del valore dell'antica moneta ne viene emessa una nuova a valore pieno (ad es. il marco-oro o il suo surrogato marco-rendita in Germania); e questo veramente non può chiamarsi una rivalutazione senza cambiare il senso della parola. Vi è poi il caso in cui la vecchia moneta è riportata all'antica parità, e l'altro in cui si ha un aumento del valore della moneta senza raggiungere però l'antica parità. Vi può essere insomma una rivalutazione totale e parziale. Ed è specialmente alla prima che tende la politica monetaria inglese; mentre gli altri paesi (Italia, Francia, Belgio, ecc.) mirano, per ora, alla seconda.

Il problema è di una estrema difficoltà per quei paesi che hanno subìto una svalutazione piuttosto forte del 50, 60 e più per cento. La sua soluzione non può certo aversi che dopo un lungo tempo durante il quale sia stato non solo ristabilito il pareggio del bilancio dello Stato, ma assestata la bilancia dei pagamenti internazionali, ridotta la circolazione cartacea entro limiti più proporzionati alle riserve metalliche, ristabilita la fiducia nella solidità politica dello Stato, e provveduto alla sistemazione dei debiti fluttuanti, compresi tra questi, se ve ne sono, i debiti verso l'estero.

Gli *stabilizzatori*, gli *anti-deflazionisti*, pensano che questa sia opera vana, inutile, dannosa persino, e accettano su per giù lo *statu quo* monetario. Ora è certo che la rivalutazione delle monete non può ottenersi se non interviene il concorso di tutti quei fatti dianzi accennati. La sola deflazione cartacea non è sufficiente a ridurre i prezzi o a stabilizzarli; [1] nè può bastare il conseguito equilibrio del bilancio che pure è indispensabile per fermare l'inflazione e ottenere poi, con la

[1] Il Rist nel suo libro *La déflation en pratique* (Paris, Giard, 1924) ha esposto la politica deflazionista seguìta dall'Inghilterra, dagli Stati Uniti, dalla Francia e dalla Ceco-Slovacchia, giungendo a conclusioni interessanti, ma non esaurienti, per non aver considerato tutti i fattori del problema, e specialmente quello della bilancia economica.

restituzione delle anticipazioni fatte al Tesoro dagli Istituti di emissione, una certa elasticità nella circolazione cartacea, che consenta di fronteggiare le mutevoli richieste del commercio. Ma non vi può essere saggia politica economica e finanziaria se non mira a rivalutare la moneta e non venga creando quelle condizioni che sono necessarie per raggiungere lo scopo. Nessun artificio, nessun espediente, nessuna costrizione dev'essere messa in opera e nessuna illusione di poter compiere il miracolo di una rapida rivalutazione dev'essere alimentata. Per quanto ingegnose possano parere talune proposte, occorre sempre riflettere che la via la quale conduce al risanamento monetario è nota da un pezzo ed è meno tortuosa di quello che taluni pensano. Creare l'ambiente economico e finanziario nel quale la rivalutazione venga maturandosi non è impossibile; e in questo caso, come in tanti altri, non sono gli sforzi diretti, ma quelli indiretti che avvicinano alla meta.

Prima della guerra esisteva per così dire un clima monetario, commerciale, finanziario, che la grande conflagrazione ha mutato; ma non è detto che non si possano ristabilire con le debite proporzioni e col tempo necessario quelle condizioni. Già il miglioramento nella finanza di alcuni Stati è un fatto compiuto. E l'Italia è fra quegli Stati. Se altri fatti economici e le interferenze politiche tolgono che l'equilibrio del bi-

lancio agisca favorevolmente sui cambi, ragione di più per cercare di raggiungere altri miglioramenti nel campo della circolazione, della produzione, della bilancia commerciale e di quella economica in generale, nella situazione finanziaria, nella vita politica. Bisogna guardarsi dai progetti di chi vorrebbe consacrare con una immediata stabilizzazione del valore delle monete, la perdita da esse subita, adattandosi a una specie di fallimento, come dai propositi di chi vorrebbe artificialmente e sollecitamente mediante prestiti all'estero, rivalutare le monete, sia pure parzialmente. Il risanamento deve venire da una cura assidua che può essere più o meno lenta secondo lo stato del malato, ossia a seconda delle sue capacità ricostitutive in relazione alla gravità del male. Tutto ciò non significa mancanza di un programma, fiducia esclusiva nella *vix medicatrix naturae*, ma al contrario implica un'azione vigorosa continua, multiforme, alacre, per ristabilire una economia e una finanza normali, non statiche, bensì dinamiche, con tendenza a un progressivo miglioramento.

Luigi Luzzatti diceva al Senato del Regno, nella seduta del 29 dicembre 1921, fra le unanime, vive approvazioni: « I cambi non si risanano con provvedimenti isolati, soltanto restringendo la carta o pareggiando il bilancio: essi esprimono un'opera collettiva ed esigono che contempora-

neamente ogni Governo, dopo essersi interdetto di accrescere la carta-moneta, si risolva a diminuirla, seriamente avviandosi al pareggio del bilancio. Esigono che si restauri l'economia nazionale pacificando il capitale e il lavoro, i fattori essenziali della produzione, risanando le fabbriche, eliminando le fiscalità insidiatrici della ricchezza, dando la sensazione della pace spirituale dopo aver conseguita la pace politica ». E i tre anni trascorsi non hanno fatto che confermare le verità enunciate dall'illustre statista.

Progetti per stabilizzare e per rivalutare se ne possono combinare a piacere, specie quando si è pronti a credere ciecamente nelle virtù della legge e nella capacità dei governanti; ma chi si affida alla storia e alla scienza, chi prescinde dalle contingenze politiche del momento, deve diffidare di quei progetti, e vagliarli con grande attenzione per non far sorgere mali peggiori. Diceva il grande Leonardo: « fuggi i precetti di quelli speculatori, che le loro ragioni non son confermate dalla isperienza ».

INDICE

Dedica ..... Pag. VII

Prefazione IX

Parte Prima.

Il cambio e l'aggio.

§ 1. Le relazioni economiche internazionali 1
§ 2. Gli elementi della bilancia economica..... 5
§ 3. Il corso dei cambi e i suoi limiti 7
§ 4. Varie specie di operazioni sui cambi 14
§ 5. Variazioni del corso dei cambi..... 16
§ 6. L'aggio e la carta moneta..... 19

Parte Seconda.

La crisi dei cambi.

§ 1. Le vicende dei cambi durante e dopo la guerra. 31
§ 2. I cambi in Italia 39
§ 3. I cambi in Francia 44
§ 4. I cambi in Inghilterra 47
§ 5. I cambi in Germania 52
§ 6. I cambi in Austria 64
§ 7. I cambi in Ungheria..... 68
§ 8. I cambi in Polonia 70
§ 9. I cambi in Russia..... 73

Parte Terza.

CARATTERI, CAUSE ED EFFETTI DELLA CRISI.

§ 1. Caratteri della crisi ..... Pag. 79
§ 2. Cause della crisi 82
§ 3. Effetti della crisi 99

Parte Quarta.

LA STABILIZZAZIONE DEI CAMBI
E LA RIVALUTAZIONE DELLE MONETE.

§ 1. La stabilizzazione secondo il Prof. Irving Fisher. 105
§ 2. Le idee del Keynes sulla inflazione e la deflazione 111
§ 3. La stabilizzazione dei cambi secondo il Prof. Gustavo Cassel 121
§ 4. Conclusione: la rivalutazione delle monete 130

LE TRE COLLEZIONI SORELLE

(In 16°. Legatura in tela o in cartoncino).

I. — BIBLIOTECA COLONIALE

diretta dai Professori

RICCARDO DALLA VOLTA

DIRETTORE DEL R. ISTITUTO DI SCIENZE SOCIALI DI FIRENZE

GENNARO MONDAINI

DELLA R. UNIVERSITÀ DI ROMA
E DEL R ISTITUTO DI STUDI COMMERC. E AMMINISTR.

CATELLANI (Enrico), LA PENETRAZIONE STRANIERA NELL' ESTREMO ORIENTE. - Sue forme giuridiche ed economiche. — 1915. — Un vol. di pag. 500, con 3 carte geografiche (g. 530) ..... L. 10.—

LUZZATTO (Gino), STORIA DEL COMMERCIO. — Volume I: DALL'ANTICHITÀ AL RINASCIMENTO. — 1914. — Pagine x-400 (g. 410)..... » 6.60

MONDAINI (Gennaro), STORIA COLONIALE DELL' EPOCA CONTEMPORANEA. — Parte I: LA COLONIZZAZIONE INGLESE. — 1916. — Un vol. di pag. LXXXIII-810, con 3 carte geograf. (g. 890). » 15.—

SANARELLI (Giuseppe), IGIENE GENERALE E COLONIALE. — 1914. — Un vol. di pag. XVI-1050, con 246 figure e Indici (g. 975) ..... » 16.50

II. — BIBLIOTECA DEL LAVORO E DEGLI AFFARI PER LE SCUOLE E PER LA VITA

già diretta dal Prof. GIUSEPPE CASTELLI

ISPETTORE GENERALE DELL' ISTRUZIONE AGRARIA, INDUSTR. E COMMERC.

BAGNI (Tullio), TEORIA MATEMATICA DEI FENOMENI COLLETTIVI. — 1915. — Un vol. di pag. XVIII-200 (g. 260) ..... L. 5.—

BRASCA (Luigi), LA MISURA DELLA RICCHEZZA. - Trattato elementare di calcolo mercantile e finanziario. — 1915. — Un vol. di pag. CIX-293 (g. 430). » 8.—

CAROZZI (Luigi), IL LAVORO NELL' IGIENE, NELLA PATOLOGIA, NELL'ASSISTENZA SOCIALE. — 1914. — Due vol. di pag. VIII-356 e IV-360 (g. 380, 380). » 12.—

CASTELLI (Giuseppe), L' ITALIA GIOVANE **avviata alle carriere agrarie, industriali e commerciali.** — 1914. — Un vol. di pag. 350 (g. 360) ..... » 5.—

LEVI (Mario), NOZIONI DI DIRITTO CIVILE, ad uso dei commercianti e degli alunni di Istituti tecnici e di Scuole commerciali. — 1921. — Un vol. di pag. 250 (g. 225) ..... » 8.—

RONCALI (Angelo), SUNTO DI POLITICA COMMERCIALE, ad uso degli Istituti tecnici e delle Scuole di commercio. — 1916. — Un vol. di pag. X-227 (g. 280) ..... » 4.—

III. — BIBLIOTECA AGRARIA "PIETRO CUPPARI"

diretta dal Dott. G. B. MILIANI
EX-MINISTRO DI AGRICOLTURA, INDUSTRIA E COMMERCIO

MONDINI (Salvatore), VITIGNI STRANIERI DA VINO COLTIVATI IN ITALIA. — 1903. — Un vol. di pag. 354 (g. 370) ..... L. 5.50

MORESCHI (Bartolomeo), INDUSTRIA STALLONIERA. —1903.—Un vol. di pag. 336, con figure (g. 420). » 5.50

NICCOLI (Vittorio), IDRAULICA RURALE (*esaurito*).

— RICERCA ED USI AGRARI DELLE ACQUE (*esaurito*).

TRENTIN (Pompeo), PICCOLA ENOGRAFIA ITALIANA. — 1903. — Un vol. di pag. 350 (g. 375) .... » 5.50

VIVENZA (Alessandro), IL SOVESCIO. — 1902. — Un vol. di pag. 210, con figure (g. 230) ..... » 6.—

ALTRE OPERE DI AGRARIA.

AGRESTI (Antonio), L' INTERNAZIONALE VERDE, **ossia l' Istituto internazionale d'Agricoltura.** — 1905. — Un vol. in 16° di pag. VIII-145 (g. 130) ..... » 2.—

CUPPARI (Pietro), ORDINAMENTO DELL'AZIENDA RURALE e **Calendario del coltivatore.** — *Seconda edizione*, 1894. — Un vol. in 16° di pag. 156 (g. 145). » 2.50

Importantissima pubblicazione:

VILFREDO PARETO

Prof. all' Università di Losanna. - Senatore del Regno.

Trattato di Sociologia Generale

Seconda edizione, riveduta ed ampliata dall'Autore,

in tre volumi di pagine 1800,

con ritratto, grafici e un copiosissimo indice delle materie, L. 100.

SOMMARIO DELL' OPERA:

Cap. I. Preliminari. - II. Le azioni non-logiche. - III. Le azioni non-logiche nella storia delle dottrine. - IV. Le teorie che trascendono dall'esperienza. - V. Le teorie pseudo-scientifiche. - VI. I residui. - VII. I residui (seguito) - VIII. I residui (seguito). - IX. Le derivazioni. - X. Le derivazioni (seguito). - XI. Proprietà dei residui e delle derivazioni. - XII. Forma generale della società. - XIII. L'equilibrio sociale nella storia.

La seconda edizione di questo classico Trattato, dovuto ad un Italiano, e che sta a ricordare l'antica forza del genio e dell' intelletto italico, ed alla quale abbiamo diligentemente cercato di dare una veste tipografica degna, era attesa da tutti gli studiosi dei gravi problemi della odierna sociologia. A questa nuova edizione furono dedicate assidue e scrupolose cure dall' illustre e grande pensatore nella operosa quiete di Céligny.

Commissioni e vaglia alla Ditta G. BARBÈRA, Editore, FIRENZE.

738-24-25.

L. 7.50

BIBLIOT
UNIVERSITÀ DI TORINO
FP
31